



Universidad Nacional Mayor de San Marcos

Universidad del Perú. Decana de América

Facultad de Derecho y Ciencia Política

Escuela Académico Profesional de Derecho

**La regulación del mercado de control societario
peruano: buscando el fundamento de la oferta pública
de adquisición obligatoria**

TESIS

Para optar el Título Profesional de Abogado

AUTOR

Flor Grecia NEYRA QUISPE

ASESOR

Víctor Rolando CASTELLARES AGUILAR

Lima, Perú

2011



Reconocimiento - No Comercial - Compartir Igual - Sin restricciones adicionales

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

Usted puede distribuir, remezclar, retocar, y crear a partir del documento original de modo no comercial, siempre y cuando se dé crédito al autor del documento y se licencien las nuevas creaciones bajo las mismas condiciones. No se permite aplicar términos legales o medidas tecnológicas que restrinjan legalmente a otros a hacer cualquier cosa que permita esta licencia.

Referencia bibliográfica

Neyra, F. (2011). *La regulación del mercado de control societario peruano: buscando el fundamento de la oferta pública de adquisición obligatoria*. [Tesis de pregrado, Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Facultad de Derecho y Ciencia Política, Escuela Académico Profesional de Derecho]. Repositorio institucional Cybertesis UNMSM.

*A mi madre, Flor de María
por todo su cariño, dedicación y apoyo brindado*

AGRADECIMIENTOS

El poder culminar una tesis no es cosa sencilla. Además, del esfuerzo y empeño que demanda en el tesista, juega un papel decisivo el apoyo que brindan las personas que se encuentran alrededor suyo. Es por ello que estoy convencida que la culminación de presente tesis no hubiera sido posible sin el gran apoyo de mi familia, mis padres, Flor de María y Marcelino; y, mis hermanas, Noelia y Gisela.

Agradecer a todos los excelentes profesores que he tenido la suerte de que me enseñen a lo largo de mi vida universitaria y de los cuales he aprendido a amar más al Derecho y a aferrarme a mis principios e ideales de justicia. En tal sentido, agradecer a cada uno de ellos y en especial a mi profesor asesor, Dr. Rolando Castellares Aguilar, por el apoyo y asesoría brindados en la presente tesis, así como al Vicerrectorado de Investigación de la UNMSM, de cuyo Fondo de Promoción de Trabajo de Tesis de Pregrado 2010, la presente pudo formar parte.

Asimismo, agradezco a las personas con las que trabajé en CONASEV (ahora Superintendencia de Mercado de Valores), Dres. Jhose Mimbela Cuadros y Omar Gutiérrez Ochoa, excelentes profesionales, quiénes me adentraron al Mercado de Valores y me hicieron conocer el tratamiento normativo que subyace en él. A la Dra. Tatiana Castellares García, por su amistad y toda su confianza brindada. Asimismo, agradecer al Sr. Baltazar Asencios Rodríguez, a la Srta. Sonia Mayta Sandoval y a mi amiga Gissella Velásquez Palma, todos excelentes profesionales cuyas enseñanzas siempre perdurarán en mí.

Finalmente, pero no por ello menos importante, agradezco a todas mis amigas y amigos quienes de alguna u otra forma, siempre estuvieron alentándome y pendientes del avance de la presente tesis. Gracias Eduardo Cahuas Salazar, Renzo Luna Urquizo, Wilber Pineda Yaros, Rosario Tucto Chávez, Yovana Panibra Medina y a todos los que mostraron su apoyo y entusiasmo hacia esta humilde tesis, ya sea opinando, criticando o sugiriendo. Muchas gracias.

ÍNDICE GENERAL

Dedicatoria	ii
Agradecimientos	iii
Índice General	iv
Lista de Abreviaturas	xi
Lista de Cuadros	xii
Lista de Gráficos	xiii
Resumen con palabras clave	xiv
Introducción	1

LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO PERUANO: BUSCANDO EL FUNDAMENTO DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN OBLIGATORIA

CAPÍTULO I INTRODUCCIÓN

1. Planteamiento del Problema	6
1.1. Motivación y Fundamento	6
1.2. Situación Problemática	6
1.3. Antecedentes del Problema	6
1.4. Formulación del Problema	8
1.4.1. Problema Principal	8
1.4.2. Problemas Específicos	8
1.5. Justificación de la Investigación	9
1.6. Objetivos de la Investigación	10
1.6.1. Objetivo General	10
1.6.2. Objetivos Específicos	10
2. Marco Teórico	10
2.1. Antecedentes del Problema	10
2.2. Bases Teóricas	11
3. Hipótesis y Variables	14
3.1. Hipótesis General	14
3.2. Hipótesis Específicas	14
4. Identificación de variables	15
4.1. Variables Independientes	15

4.2.	Variables Dependientes	15
4.3.	Variables intervinientes o externas	15
5.	Metodología	15
5.1.	Tipo de investigación	15
5.2.	Método de la investigación	15
5.3.	Diseño de la investigación	16
6.	Alcance de la Investigación	16
6.1.	Unidad de análisis	16
6.2.	Población de estudio	16
6.3.	Tamaño de muestra	16
6.4.	Selección de muestra	16
6.5.	Técnicas de recolección de datos	17
6.6.	Instrumentos	17
6.7.	Análisis e interpretación de la información	17

CAPÍTULO II

LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

1.	Introducción	19
2.	Concepto de Mercado de Valores	19
3.	Estructura del Mercado de Valores	21
4.	Características del Derecho de Mercado de Valores	23
5.	Principios rectores del Derecho de Mercado de Valores	25
6.	Participantes en el Mercado de Valores	31
6.1.	Los Emisores del Mercado de Valores	31
6.2.	Los Agentes Intermediarios del Mercado de Valores	32
6.3.	Los Adquirentes o los Inversionistas	33
7.	Fundamento y objeto de protección de la regulación en los mercados de valores	36
8.	¿Quién debe regular el Mercado de Valores?	41
9.	<i>La Hipótesis del Mercado de Capital Eficiente</i>	42
10.	Vigencia de la regulación del Mercado de Valores	45
11.	Interrelación de regímenes aplicables a la emisión de valores negociables: Derecho Societario y Derecho de Mercado de Valores	48

CAPÍTULO III

EL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO Y LAS POSICIONES DOCTRINALES QUE EXPLICAN SU REGULACIÓN

1.	Introducción	55
2.	Definiciones de Control Societario y la génesis del mercado que se origina en torno a él ...	55

3.	Clasificación sobre los distintos grados de control	57
3.1.	Clasificación según Berle y Means	57
3.2.	Clasificación según Weinberg y Blank	58
4.	Presupuestos básicos para la formación y desarrollo del mercado de control societario	59
5.	Funciones del mercado de control societario	60
6.	Posiciones doctrinales que explican la regulación del mercado de control societario	61
6.1.	Regulación material del mercado de control societario	64
6.1.1.	Teoría del <i>corporate asset</i>	64
6.1.2.	Teoría de la infracción fiduciaria	66
6.1.3.	Teoría basada en el <i>Derecho a la igualdad de oportunidades</i>	66
6.1.4.	Procedimiento de <i>Mantien de Cours</i>	69
6.2.	Regulación procedimental del mercado de control societario	71
6.3.	Teoría acerca la libertad en el mercado de control societario	72

CAPÍTULO IV

LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO EN EL PERÚ

1.	Introducción	76
2.	En la búsqueda del porqué de la ausencia de la regulación del control societario en la LGS	77
2.1.	Las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico de la SBS	78
2.1.1.	Vinculación por riesgo único según las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico de la SBS	79
2.1.2.	Control y Grupo Económico según las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico de la SBS	83
2.1.2.1.	Clasificación de los Grupos Económicos	84
2.2.	El Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV	86
2.2.1.	Propiedad Indirecta según el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV	88
2.2.2.	Vinculación según el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV	89
2.2.3.	Control según el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV	93
2.2.4.	Grupo Económico según el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV	95
2.2.5.	Presunciones de Control según el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV	100
2.3.	El artículo 105° de la LGS a la luz de la Resolución SBS y el Reglamento de la SMV	105
2.4.	Propuesta de Proyecto de Modificación del artículo 105° de la LGS	108

3. El fraude en la utilización de las acciones propias	109
4. Normativa a fin de evitar el fraude indirecto en nuestra LGS	111

CAPÍTULO V

EL ESPECIAL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS COTIZADAS

1. Introducción	113
2. La Sociedad Anónima Abierta: Redescubriendo los principales objetivos que dieron origen a su creación	114
3. Características de la Sociedad Anónima Abierta	117
3.1. Separación entre el capital y la gestión	117
3.2. Grandes dimensiones	119
3.3. Captación de recursos del ahorro público	119
3.4. Cotización bursátil de acciones	120
3.5. Control administrativo de funcionamiento o fiscalización estatal	120
3.6. Derechos políticos y económicos atribuibles a sus accionistas	120
4. El régimen de las acciones de las Sociedades Anónimas Abiertas	125
5. La transparencia financiera y política de las Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas	127
6. Tratamiento Normativo de las Sociedades Anónimas Abiertas en el Perú	127
6.1. Ley de Sociedades Mercantiles de 1966	128
6.2. Las Sociedades Anónimas con Accionariado Difundido: D.Leg. N° 672	129
6.3. Las Sociedades Anónimas Abiertas en el D.Leg. N° 755	132
6.4. La Ley General de Sociedades (LGS)-Ley N° 26887	135
6.4.1. Condiciones imperativas para la conversión a Sociedad Anónima Abierta	135
6.4.2. Condiciones Dispositivas para la conversión a una Sociedad Anónima Abierta	137
7. Control de las Sociedades Anónimas Abiertas por la SMV	138
7.1. Inscripción de las Sociedades Anónimas Abiertas en el RPMV	140
7.2. Solicitud de Convocatoria a Junta General de Accionistas por accionistas	141
8. La Sociedad Anónima Abierta Cotizada: Modalidad de la Sociedad Anónima según nuestra LGS	143
9. El <i>Especial</i> Mercado de Control Societario de las Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas	144
10. Modelos de Regulación del Mercado de Control Societario de las Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas	145
10.1. El sistema de OPA Voluntaria: El modelo estadounidense	146
10.1.1. La “ <i>Williams Act</i> ” de 1968	147
10.2. El sistema de OPA Obligatoria Ordinaria: El Modelo Británico	155
10.2.1. <i>The City Code on Takeovers and Merger</i>	157

CAPÍTULO VI

EL MODELO DE OPA OBLIGATORIA EN EL RÉGIMEN JURÍDICO PERUANO

1. Definiciones	163
2. Finalidad	166
3. Clases de Ofertas Públicas de Adquisición	167
3.1. Las OPAs reglamentadas y las OPAs no reglamentadas	167
3.2. Las OPAs obligatorias y las OPAs voluntarias	171
3.3. Las OPAs obligatorias ordinarias y las OPAs obligatorias residuales	173
3.4. Las OPAs hostiles y OPAs amistosas	175
4. El fundamento de la adopción del modelo de OPA obligatoria en el Perú	176
5. Antecedentes Legislativos de la Regulación de la OPA en el Perú	187
5.1. Primer estadio regulatorio de la OPA: El D.S. 576-84-EFC y la Resolución CONASEV N° 208-85-EF/94.10	187
5.2. Segundo estadio regulatorio de la OPA: El D.Leg. 755 y la Resolución CONASEV N° 280-94-EF/94.10.0	189
5.3. Tercer estadio regulatorio de la OPA: El Decreto Legislativo N° 861 y la Resolución CONASEV No. 630-97-EF/94.10.0	191
5.3.1. <i>Capacidad decisoria por participación significativa</i>	193
5.4. Cuarto estadio regulatorio de la OPA: El TUO del Decreto Supremo N° 093-2002-EF y la Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10	195

CAPÍTULO VII

EL SUPUESTO DE HECHO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN OBLIGATORIAS EN EL PERÚ

1. Introducción	198
2. El Supuesto de Hecho que configura la OPA Obligatoria Peruana	198
2.1. El Elemento Subjetivo: El Sujeto Activo, Ofertante o Adquirente (Comprador)	198
2.1.1. Oportunidad de la realización de una OPA	199
2.2. El Elemento Subjetivo: El Sujeto Pasivo, Sociedad Objetivo o Accionistas y/o Inversionistas (Vendedor)	199
2.3. El Elemento Finalista: La adquisición de participación significativa a través de la adquisición de acciones o valores	201
2.3.1. Adquisición de <i>Participación Significativa</i>	201
2.3.2. Valores a ser tomados en cuenta para el cómputo de la <i>Participación Significativa</i>	203
2.3.3. Cómputo de <i>Participación Significativa</i>	203
2.3.4. Formas de adquirir <i>Participación Significativa</i>	204
2.3.4.1. Adquisiciones directas y adquisiciones indirectas	204
2.3.4.2. Adquisiciones originarias y adquisiciones derivativas	206

2.3.4.3.	Adquisiciones a título universal y a título particular	207
2.3.4.4.	Adquisiciones gratuitas “ <i>inter vivos</i> ” y “ <i>mortis causa</i> ”	208
2.3.4.5.	Tratamiento de las adquisiciones gratuitas de acciones: Un supuesto excluido	208
2.3.4.6.	Adquisiciones Onerosas	211
2.3.4.7.	Operaciones societarias: adquisiciones derivadas y originarias	212
2.3.5.	Los modos de adquisición del control de las grandes sociedades	216
2.3.5.1.	Las cesiones de control	217
2.3.5.2.	La “ <i>compra a goteo</i> ”	218
2.3.5.3.	La oferta pública de adquisición (OPA)	221
2.4.	La <i>prima de control</i>	222
2.5.	¿Existe el elemento material propiamente dicho?	224
3.	Procedimiento de la OPA	224
3.1.	Primera Etapa: Inicio de la OPA por el oferente	224
3.2.	Segunda Etapa: Publicación de aviso de la OPA	226
3.3.	Tercera y Cuarta Etapa: Suspensión de la negociación bursátil de los valores afectados por la OPA y la limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada	226
3.4.	Quinta Etapa: Informe del órgano de administración de la sociedad afectada	227
3.5.	Sexta Etapa: Observaciones efectuadas a la OPA efectuadas por la SMV	228
3.6.	Séptima Etapa: Vigencia de la OPA	229
3.7.	Octava Etapa: Contraprestaciones de las OPAs	229
4.	Garantías en los procedimientos de OPAs	230
5.	Irrevocabilidad de las OPAs	231
6.	Ofertas Competidoras en un procedimiento de OPA	231
7.	La Aceptación y Adjudicación de la OPA	232
8.	Resultado negativo de la oferta y declaración de aceptación en exceso	233
9.	Transferencia de valores y publicación del resultado de la OPA	233
10.	Liquidación de la OPA	233
11.	Sanciones establecidas ante el incumplimiento de la obligación de realizar una OPA	233
12.	Análisis de las OPAs llevadas a cabo durante el periodo 2006-2010	236
12.1.	Número de procedimientos de OPAs efectuadas durante el Periodo 2006-2010	236
12.2.	Estado de los procedimientos de OPAs llevadas a cabo durante el Periodo 2006-2010	237
12.3.	Montos negociados en los procedimientos de OPAs efectuadas durante el Periodo 2006-2010	238

CAPÍTULO VIII

EL TRATAMIENTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICION EN LOS PAÍSES INTEGRANTES DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA)

1. Introducción	241
2. Regulación de las OPAs bajo el régimen jurídico colombiano	243
2.1. El elemento subjetivo activo en el procedimiento de OPA colombiana	244
2.2. El elemento subjetivo pasivo en el procedimiento de OPA colombiana	244
2.3. El elemento finalista en el procedimiento de OPA colombiana	244
2.4. Procedimiento de la OPA colombiana	246
3. Regulación de las OPAs bajo el régimen jurídico chileno	249
3.1. El elemento subjetivo activo en el procedimiento de OPA chilena	249
3.2. El elemento subjetivo pasivo en el procedimiento de OPA chilena	250
3.3. El elemento finalista en el procedimiento de OPA chilena	250
3.4. Procedimiento de la OPA chilena	251
3.5. Situación anterior a la Ley 19.705 chilena	251
Conclusiones	253
Recomendaciones	257
Referencias Bibliográficas	258
Anexos	267
Anexo N° 1: Relación de Ofertas Públicas de Adquisición del año 2006	268
Anexo N° 2: Relación de Ofertas Públicas de Adquisición del año 2007	269
Anexo N° 3: Relación de Ofertas Públicas de Adquisición del año 2008	270
Anexo N° 4: Relación de Ofertas Públicas de Adquisición del año 2009	271
Anexo N° 5: Relación de Ofertas Públicas de Adquisición del año 2010	271
Anexo N° 6: Infografía acerca del funcionamiento del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)	272
Anexo N° 7: Ley N° 29720, Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el Mercado de Capitales, publicada con fecha 25 de junio de 2011	273
Anexo N° 8: Ley N° 29782, Ley de Fortalecimiento de la supervisión del Mercado de Valores Publicado el 28 de julio de 2011	278

LISTA DE ABREVIATURAS

ALMV	Antigua Ley de Mercado de Valores (D. Leg. 755)
Calif. L. Rev.	California Law Review
CC	Código Civil
C.Co.	Código de Comercio
CNMV	Comisión Nacional de Mercado de Valores (España)
CONASEV	Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores
D.Leg.	Decreto Legislativo
DRAE	Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española
Harv.Bus.Rev	Harvard Law Review
ICLV	Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores
Jur.Rev.	Juridical Review
LGS	Ley General de Sociedades
LMV	Ley de Mercado de Valores
MEF	Ministerio de Economía y Finanzas
OPA	Oferta Pública de Adquisición
OPC	Oferta Pública de Compra
OPV	Oferta Pública de Venta
RPMV	Registro Público de Mercado de Valores
SA 33	Securities Act 1933
SAA	Sociedad Anónima Abierta
SAC	Sociedad Anónima Cerrada
SARs	The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares
SBS	Superintendencia de Banca, Seguros y AFP
SEA 34	Securities and Exchange Act 1934
SEC	Securities and Exchange Commission
SMV	Superintendencia de Mercado de Valores
SROs	Self-Regularion Organisation
U.Chic.L.Rev.	The University of Chicago Law Review
UIT	Unidad Impositiva Tributaria

LISTA DE CUADROS

Cuadro N° 1	Supuestos de Control en la LGS y la Resolución CONASEV N° 090-2005-EF/94.10	94
Cuadro N° 2	Diferencias entre el análisis de control en el artículo 6° y el artículo 7° del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos (Resolución CONASEV N° 090-2005-EF/94.10)	100
Cuadro N° 3	Diferencias entre los términos capacidad decisoria y participación significativa, enunciadas en los Reglamentos de OPAs (aprobadas por Resoluciones CONASEV N° 280-94-EF/94.10.0 y N° 630-97-EF/94.10)	193

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico N° 1	Número de procedimientos de OPAs durante el Periodo 2006-2010	236
Gráfico N° 2	Resultado de los procedimientos de OPAs durante el Periodo 2006-2010	238
Gráfico N° 3	Montos negociados de los procedimientos de OPAs durante el periodo 2006-2010	239

RESUMEN:

Dentro del proceso de toma de control de una sociedad anónima abierta cotizada, tal vez uno de los mecanismos, cuyo estudio despierta mayor interés, es el de la Oferta Pública de Adquisición (OPA). Esto se explica no sólo porque es un procedimiento de reciente data en nuestra legislación, sino porque en su aplicación subyacen principios de vital importancia no sólo del Derecho de Mercado de Valores, sino del Derecho Societario, en general. La presente investigación hace un estudio detenido de la regulación del tema de *control societario*, que aporta con proyectos de modificación legislativa a la Ley General de Sociedades peruana y Reglamentos afines. Asimismo, tiene como fin esbozar una tesis por la cual considera que la opción legislativa de hacer la OPA obligatoria en nuestra regulación, es la correcta, sostenida en el hecho de que este procedimiento tiene como fundamento el derecho de igualdad de los accionistas.

Palabras clave: Ofertas Públicas de Adquisición (OPA), Prima de Control, Regulación, Mercado de Valores.

ABSTRACT:

During a takeover of Listed Public Company, perhaps one of the mechanisms, whose study arouses interest is the Tender Offer (OPA). This is explained not only because it is a recent process data in our legislation, but because its underlying implementation principles of vital importance not only of the Securities Market Law, but the Corporate Law, in general. This research makes a careful study of the regulation of the issue of corporate control, that contributes to projects of legislative amendment to the Peruvian General Corporate Law and related regulation, is correct, supported by the fact that this procedure has as its foundation the right to equality of shareholders.

Keywords: *Acquisition of Public Companies (Takeover Bids), Control Premium, Regulation, Securities Market.*

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

1. Planteamiento del Problema

1.1. Motivación y Fundamento

La presente tesis, se motiva en el interés de la investigadora de fundamentar la obligatoriedad de la Oferta Pública de Adquisición (en adelante, OPA) y propiciar la regulación integral del tema del control societario, a través del estudio y la crítica de las normas existentes.

Asimismo, el presente trabajo de investigación se fundamenta en la necesidad existente que tiene nuestro mercado de control societario; y las sociedades en general, en desarrollarse de manera ordenada, cautelando todos los derechos que le asisten a los accionistas, buscando la transparencia e igualdad para ellos; así como el trato justo y equitativo para los inversionistas.

1.2. Situación Problemática

La situación del problema se centra en no tener una regulación desarrollada de manera orgánica en nuestra normativa, provocando de esta manera inseguridad jurídica para los inversionistas y una desprotección para los accionistas ante situaciones de tomas de control.

1.3. Antecedentes del Problema

El control societario, concepto que no ha sido desarrollado de manera cabal en nuestra Ley General de Sociedades (en adelante, LGS), sino más bien en normas sectoriales, tales como la desarrollada en el ámbito financiero y en el ámbito bursátil, produce muchas dudas respecto a saber cuándo estamos ante la toma de control de una sociedad; cuándo este concepto de control difiere de otros similares, tales como del concepto de propiedad indirecta, de vinculación o de grupo económico; si este concepto se configura bajo parámetros objetivos o subjetivos, o cuáles son los efectos que se producen una vez acaecida.

Estrechamente vinculado al tema de control societario se encuentra el procedimiento de la OPA, el cual nítidamente se dibuja como una consecuencia ante la toma de control de una sociedad anónima abierta cotizada. La interrogante que naturalmente fluye con respecto a la OPA, es acerca del por qué de su obligatoriedad. Interrogante que muy pocas veces ha sido tratada por la doctrina, no obstante, que su

inclusión en nuestra regulación goza de cierta duración, ya que en el ordenamiento peruano data de los años ochenta, década en la que podemos encontrar el primer dispositivo que lo reguló, siendo éste el D.S. 576-84-EFC, bajo norma con rango de ley; mientras que a nivel reglamentario, se encuentra el Reglamento que fuese aprobado mediante Resolución CONASEV N° 208-85-EF/94.10.

Actualmente, además de contar con el Decreto Legislativo N° 861, Ley de Mercado de Valores y el Decreto Supremo N° 093-2002-EF, TUO de la Ley del Mercado de Valores, tenemos al Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, aprobada mediante Resolución CONASEV N° 009-2006-EF-94.10 (en adelante, REGLAMENTO DE OPAS).

No obstante todo lo dicho y habiendo pasado ya por tres estadios regulatorios, debemos indicar que el fundamento por el que éste ha sido adoptado de manera obligatoria no se encuentra expresamente delimitado, produciendo incertidumbre respecto a si se trata de un mecanismo exclusivo del mercado de valores o si más bien, es consecuencia del derecho que ampara a todo accionista.

La OPA obligatoria, como mecanismo utilizado en los procesos de tomas de control de sociedades anónimas abiertas cotizadas, ya ha lidiado con procesos de tomas de control importantes, en los cuales se han visto expuestos problemas societarios, problemas relativos al mercado de valores y también, porqué no decirlo, problemas sociales que, no obstante, se encuentran más allá del ámbito de acción de la OPA resultan de vital importancia conocerlos para saber cuán efectiva está siendo la regulación en el mercado de control societario que tenemos y si el mecanismo de la OPA y su aparejada obligatoriedad están cumpliendo los fines por los cuales fueron adoptados en nuestra regulación.

Conforme a lo expuesto y teniendo en cuenta que la interrogante no puede resolverse de manera inmediata, consideramos que es necesaria esta investigación respecto al fundamento y al carácter obligatorio de la OPA en nuestro país; además de un estudio de la regulación del control societario, en general. Dicha investigación cobra interés y goza de importancia, toda vez que lograr tener los fundamentos claros de un mecanismo obligatorio en un proceso de toma de control, así como de la situación

regulatoria, respecto al control societario, en general; nos dará la seguridad para saber; si se justifica o no la obligatoriedad del mecanismo de la OPA en nuestro mercado y si ésta viene cumpliendo las finalidades por las cuales se introdujo al ordenamiento peruano; además, de saber si es necesario alguna otra forma de regulación respecto al control societario.

1.4. Formulación del Problema

El problema de investigación consiste en hallar la naturaleza y el fundamento de la obligatoriedad de la OPA en el mercado de control societario peruano, haciendo para ello, un análisis teórico-doctrinal y práctico de las OPAs llevadas a cabo durante el periodo 2006-2010.

La utilidad que persigue esta investigación es que las conclusiones a las que se arriben puedan servir de elementos de juicio por los cuales, en una eventual modificación de la Ley General de Sociedades o del REGLAMENTO DE OPAS o dispositivos afines, puedan tomarse en consideración.

1.4.1. Problema Principal

La interrogante que plasma el problema principal es, ¿Cuál es el fundamento de la obligatoriedad de la Oferta Pública de Adquisición en las tomas de control de las sociedades anónimas abiertas cotizadas?

1.4.2. Problemas Específicos

Frente al problema principal se desprenden problemas específicos tales como:

- a. ¿Cuál es el tratamiento que se hace del *control societario* en nuestro ordenamiento?
- b. ¿Los términos de vinculación, grupo económico y propiedad indirecta se encuentran clara y adecuadamente definidos, además de sistematizados en nuestra regulación?, ¿cómo se vinculan estos temas con el de *control societario*?
- c. ¿Cuál es el fundamento que se desprende del análisis del actual REGLAMENTO de OPAs?
- d. ¿El fundamento de la OPA obligatoria proviene del Derecho de Mercado de Valores o encuentra su fundamento, más bien, en el Derecho Societario?

- e. ¿Cuál sería la regulación que tienda a que el procedimiento de OPA obligatoria se configurase en beneficio de los accionistas, la sociedad y el mercado en general?

1.5. Justificación de la Investigación

Considero que esta investigación aportará, en principio, con la escasa doctrina que existe en nuestro país respecto a los temas esbozados, logrando de esta manera afianzar conceptos, discutir posturas, afirmar posiciones y dar paso a nuevas inquietudes.

El análisis que se pretende hacer a los fundamentos de la obligatoriedad que tiene la OPA dentro de un proceso de toma de control de una sociedad anónima abierta cotizada, así como de la situación regulatoria respecto al control societario, en general; permitirá sobre la base de un análisis teórico-doctrinario y práctico; primero, conocer cuál es el fundamento de la obligatoriedad de la OPA; segundo, concluir si se justifica o no su aplicación, teniendo en cuenta las características que tiene nuestro mercado, enfatizando en el tamaño que ostenta y la poca liquidez de la cual goza; tercero, hacer un balance respecto a si la OPA viene cumpliendo con las finalidades por las cuales se introdujo al ordenamiento peruano. Respecto al estudio del marco regulatorio del control societario en general, un estudio detallado de éste, nos permitirá conocer si es necesaria y pertinente alguna otra forma de regulación.

De esta manera, considero que el beneficio que puede traer la presente investigación se da sobre la sociedad en conjunto. Si bien a primera impresión, podríamos decir que los beneficios sólo redundarán sobre el mercado de control societario, el mercado de valores o las sociedades anónimas abiertas cotizadas, ya que todas las mencionadas son objeto de estudio en la presente tesis, consideramos que sus beneficios no se limitan sólo a éstas, sino que van más allá. En el terreno legislativo y doctrinario, fundamentar la adopción del modelo de OPA obligatoria así como hacer un estudio del marco regulatorio del control societario, contribuirá con dar estabilidad jurídica al tratamiento de los procesos de tomas de control en el mercado peruano, aunado a ello nos permitirá consolidar una legislación sustentada en principios y lograr que la adopción de esta figura jurídica no sea vista como una mera imitación europea. En el terreno práctico, el mejor ejemplo de los beneficios se observará cuando estemos frente a una sociedad anónima de accionariado difundido, en la cual existe una

multiplicidad de accionistas, en su mayoría minoritarios, así como también distintas clases de inversionistas, los cuales antes situaciones de tomas de control pueden sentirse desprotegidos en sus derechos, creándose desincentivos en la inversión, la cual consideramos un factor importante dentro de la creación de empleo y riqueza para la sociedad.

1.6. Objetivos de la Investigación

1.6.1. Objetivo General

El objetivo general se centra en:

Determinar el fundamento de la OPA obligatoria. Comprobar si este procedimiento tiene sus cimientos en el Derecho del Mercado de Valores o en el Derecho Societario.

1.6.2. Objetivos Específicos

Algunos objetivos específicos que encontramos son:

- a. Explicar el tratamiento normativo que tiene el *control societario* en la normativa de carácter general (LGS) y su tratamiento sectorial (ámbito financiero y bursátil).
- b. Analizar cómo se interrelacionan los conceptos de control societario, vinculación, grupo económico y propiedad indirecta con el tema de control societario. Asimismo, evaluar si es necesario una regulación general del *control societario* a nivel de LGS.
- c. Analizar el actual REGLAMENTO de OPAs e identificar si en éste quedan claros los fundamentos por los cuales adoptamos la OPA obligatoria.
- d. Explicar si el fundamento de la OPA obligatoria encuentra sustento en la aplicación estricta de los principios del Derecho de Mercado de Valores o del Derecho Societario.
- e. Proponer una serie de reformas legislativas a fin de garantizar el desenvolvimiento idóneo del procedimiento de OPA obligatoria.

2. Marco Teórico

2.1. Antecedentes del Problema

En esta parte es preciso indicar que existen muy pocos estudios con respecto a los temas de control societario y de la OPA en el campo jurídico, debido, tal vez al tamaño de nuestro mercado de valores o a la especialización que implica su tratamiento.

Entre las tesis que han tratado el tema, se encuentran afin la tesis dada por el bachiller de la UNMSM, Andrés Vicente Vargas Apolinario, cuya tesis se titula: *“El Buen Gobierno Corporativo: Como solución a los problemas de gobierno y control en la Sociedad Anónima”*, sustentada en el año 2004, la cual tenía como objetivo analizar la suficiencia del movimiento del Buen Gobierno Corporativo como nuevo paradigma en la construcción jurídica de la sociedad anónima cotizada y comprobar si dicho movimiento representaba una solución a los problemas propios de gobierno y control que presentan las sociedades cotizadas peruanas. Asimismo, contamos con la tesis dada por el bachiller de la UNSA, Renzo Luna Urquiza, cuya tesis se titula: *“Las Ofertas Públicas de Adquisición en el Perú: En busca de una regulación eficiente que impulse el desarrollo económico y el buen funcionamiento del mercado de valores”*, sustentada en el año 2010, la cual tenía como objetivo identificar los principales problemas que afectan la actual regulación de las ofertas públicas de adquisición a fin de formular soluciones normativas adecuadas y proporcionales con los fundamentos económicos y jurídicos que sustentan la estructura de esta figura.

2.2. Bases Teóricas

Entre las bases teóricas que nos parecen de trascendencia en el desarrollo de la tesis figura como primer punto la definición de lo que significa control, ya que, si bien, nuestro objeto de estudio es la OPA, no debemos perder de vista que ésta se enmarca dentro del estudio del mercado de control societario. Este estudio se vuelve más importante cuando nos encontramos ante el vacío en la legislación societaria de lo que significa control y encontramos más bien una variedad de concepciones de lo que significa dicho término en el ámbito financiero y bursátil.

Y es que dentro de la regulación general que se contempla en la LGS, sólo encontramos el artículo 105°, el cual se encuentra sumillado como *“control indirecto de acciones”* y a pesar de que existe en el desarrollo de ese artículo los conceptos de sociedad controlante y sociedad controlada, no es un dispositivo que pueda servir de referente para el entendimiento del control societario, ya que como podemos observar de la sumilla, éste sólo fue integrado a la LGS, para configurar el fraude indirecto de acciones.

Conforme a lo expuesto y a fin de poder encontrar antecedentes de la regulación que se hace del tema del control societario peruano, estudiaremos a las normas sectoriales, llámense éstas, regulación de la SBS, mediante las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico, aprobadas por la Resolución SBS N° 445-2000; y la regulación de la SMV, mediante el Reglamento sobre Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos, aprobada mediante Resolución CONASEV N° 090-2005-EF/94.10. Consideramos que es necesario un estudio respecto a este tema a fin de poder evaluar si es que se requiere o no, de una regulación que goce de generalidad y requiera situarse en nuestra LGS y no sólo en las normas sectoriales antes citadas. Aunado a este tema, se presenta la oportunidad de tratar conceptos tales como: vinculación de empresas, grupo de empresas, propiedad indirecta, entre otras; las cuales tampoco son objeto de tratamiento en la LGS, pero sí en las normas sectoriales, claro está, tratando de cumplir los fines por los cuales fueron dictadas en cada uno de sus rubros.

Una vez que tengamos claramente definido el término *control societario*, nos adentrarnos al estudio de las posturas que orientan la regulación del mercado de tomas de control. En ese sentido, encontraremos tres corrientes expuestas por la profesora Sala I Andrés quién las distingue y las clasifica de acuerdo al grado de perjuicio o beneficio que le podría brindar a los accionistas minoritarios y a la sociedad en su conjunto, una toma de control societario.

Sala I Andrés¹ contrasta tres corrientes diferentes; la primera, aquella por la cual algunos autores consideran que las tomas de control sólo pueden tener lugar cuando son los mismos propietarios de la sociedad, es decir, los accionistas, quiénes deciden ese cambio y cuando todos puedan participar de la prima de control en condiciones de igualdad, ya que de lo contrario esas tomas serían opuestas a los intereses de los accionistas minoritarios. Esta primera postura doctrinal justifica que se deban prohibir o, al menos, limitar aquellos medios o técnicas de tomas de control que no permiten una participación igualitaria en la decisión de ese cambio o en el reparto económico de

¹ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *Las O.P.A.s Obligatorias Ordinarias*, Barcelona: José María Bosch Editor, 2000, p. 45.

la prima de control². Si bien esta corriente concluye en limitar aquellos medios o técnicas de tomas de control; en su vertiente más extrema, propone determinar cual debe ser la forma de contratar, siendo ésta, a través de una OPA, en otras palabras, se plantea el modelo de la OPA obligatoria.

La segunda postura doctrinal, calificada como una postura intermedia, entiende que toda toma de control puede producir beneficios para los accionistas siempre que el mercado de control societario funcione perfectamente. De ahí, que ésta no concluya en que se limiten las formas en que puede procederse a adquirir el control, sino que propugne una regulación adecuada que permita asegurar las condiciones necesarias para que este mercado pueda desarrollarse y así cumplir su función³. Las consecuencias prácticas de esta corriente serían una mayor regulación con respecto a los principios que orientan el mercado de valores, con especial énfasis en el principio de transparencia basada en la técnica del *full disclosure*.

Finalmente, como tercera postura, tenemos aquella que prioriza el respeto de la autonomía de la voluntad en los procesos de tomas de control; es decir, según esta corriente se puede utilizar de manera indistinta cualquier medio o técnica de toma de control ya que se tiene como premisa que toda toma de control se orienta a aumentar el valor de las acciones a través de una gestión más eficiente por lo que su consecuencia mediata será un beneficio para todos los accionistas que conforman la sociedad. Una vez situado el tema del control societario, así como las posiciones doctrinales que explican su regulación se dará paso al estudio de los modelos de regulación del mercado de control societario, siendo estos los modelos estadounidense y británico.

Culminada la primera parte del estudio podremos entrar a detallar el marco regulatorio sobre el que se ha desenvuelto la OPA peruana, mecanismo de carácter obligatorio que nuestra regulación prevé ante tomas de control y/o participación significativa de una sociedad anónima abierta cotizada. En tal sentido, se analizará la regulación existente en torno a la OPA obligatoria, enfocándonos en los fundamentos

² WEIGMANN, M. A. y BLANK, M. V., *Take-overs and Mergers*, 5th Ed., London: Sweet & Maxwell, 1989, pp. 1009-1013; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 45.

³ Si bien es cierto que pocos son los autores quiénes han desarrollado esta teoría, siempre en relación a la regulación estadounidense del mercado de control societario, encontramos a JENNINGS, R. W., MARSH, H. y COFFEE, J.C., *Securities Regulation. Cases and Materials*, 7th Ed., New York: The Foundation Press, Inc., 1992, p. 657.

de la misma, principal tema de la tesis a desarrollarse, ya que pocos estudios la analizan con detenimiento, porque forman parte de estudios más generales tales como aquellos que tratan acerca del mercado de valores en su integridad o porque su tecnicismo constituye un óbice difícil de vencer.

Posteriormente, procuraremos determinar el supuesto de hecho que configura la obligación de formular una OPA. En este punto, hemos podido agrupar los elementos centrales de una OPA, es decir; los elementos personales o subjetivos; donde se encuentra el sujeto activo, al cual nosotros hemos denominado de esta manera por ser el que origina el procedimiento de la OPA, o dicho en otras palabras, el que se encuentra obligado a realizar una OPA a fin de lograr conseguir el control de una sociedad anónima abierta cotizada; el sujeto pasivo, que es al que va dirigida la OPA, en estricto, los accionistas y/o inversionistas de la sociedad objetivo; y por último, el elemento finalista, que posee una fase instrumental, que se centra en la adquisición de los valores y una fase teleológica, que es hacia donde direcciona dicha adquisición de acciones.

Una vez que tengamos desarrolladas estas bases teóricas, claro está, con los subtemas que cada una de ellas lleva inmersa, podremos ver cuál es el fundamento que existe en la implantación de una OPA obligatoria y cómo es que nuestro ordenamiento justifica su adopción, la cual como dijimos será expuesta en el Capítulo V.

3. Hipótesis y Variables:

3.1. Hipótesis General

La hipótesis que planteamos es la siguiente:

El marco legal peruano regula de manera incompleta al mercado de control societario en el Perú y ello contribuye a que no se pueda determinar el fundamento de la OPA.

3.2. Hipótesis Específicas

- a. El control societario sólo goza de una regulación sectorial; financiera y bursátil, específicamente; y necesita de una regulación general en una norma genérica como es la LGS.
- b. Los conceptos de control societario, vinculación, grupo económico y propiedad indirecta, no se encuentran clara ni adecuadamente definidos, ni sistematizados

en nuestra regulación, por lo que necesitan de una regulación integral que se vincule con el tema de control societario.

- c. De acuerdo a nuestra regulación actual, el fundamento de la OPA obligatoria radica en la oportunidad de ofrecer a todos los accionistas la prima de control que se ofrece a propósito de la toma de control.
- d. El fundamento de la OPA obligatoria encuentra su fundamento en un derecho del accionista, fundado principalmente en el Derecho Societario.
- e. A fin de lograr que el procedimiento de OPA obligatoria se configure en beneficio de los accionistas, la sociedad y el mercado en general, proponemos una regulación que logre engarzar la protección de los accionistas y un procedimiento de OPA obligatoria ágil, célere y sin costos elevados.

4. Identificación de variables

4.1. Variables Independientes

- a. Mejora en el fortalecimiento del mercado de control societario
- b. Elevación del nivel de protección de los intereses de los accionistas

4.2. Variables Dependientes

- a. La determinación de causas que causan que justifiquen el fundamento de la OPA obligatoria.

4.3. Variables intervinientes o externas

- a. Costos que implican la realización de una valorización en un proceso de OPA obligatoria.

5. Metodología

5.1. Tipo de investigación

Teniendo en cuenta la clasificación hecha por Sampieri (1998) y atendiendo al propósito de la investigación, la naturaleza de los problemas y los objetivos formulados en el trabajo, la presente tesis puede ser calificada inicialmente como una investigación descriptiva, posteriormente como una explicativa y finalmente correlacionada.

5.2. Método de la investigación

Para el desarrollo de la tesis, han sido de utilidad el método analítico-sintético, ya que con el primero, se estudio el marco legal del control societario y de la OPA, mientras que con el segundo, se nos permitió formular y proponer una regulación del control societario en la LGS.

Asimismo, mediante el método deductivo, fue posible hacer un análisis práctico respecto a las OPAs formuladas en los años 2006-2010, logrando extraer conclusiones importantes respecto a su desenvolvimiento en el mercado de control de las sociedades anónimas abiertas cotizadas.

5.3. Diseño de la investigación

La investigación se trabajará bajo un diseño no experimental de investigación transeccional o transversal. Al ser las OPAs, procedimientos de una duración breve, elegimos este diseño de investigación ya que el propósito que tiene es describir variables y analizar su incidencia e interrelación en un momento determinado. No obstante, luego de realizar un estudio de cada uno de los procedimientos, éste nos permitirá contar con algunas tendencias, las cuales nos ayudarán a formular conclusiones aplicables a las OPAs en su conjunto.

6. Alcance de la Investigación

6.1. Unidad de análisis

El objeto de estudio serán las OPAs realizadas en un periodo que comprenden el periodo 2006-2010.

6.2. Población de estudio

La población o el universo sobre el que serán válidas las conclusiones que se obtengan serán sobre las operaciones de OPA realizadas durante los años 2006-2010, las cuales se podrán generalizar bajo los supuestos que se establezcan posteriormente.

6.3. Tamaño de muestra

Se analizarán los procedimientos de OPAs durante los años 2006-2010.

6.4. Selección de muestra

Para seleccionar la muestra hemos decidido elegir el método empírico o no probabilístico, es decir, la muestra será resultado de una “elección razonada”. En ese sentido, haremos un estudio de las OPAs del quinquenio anterior al año en el que nos encontramos.

Hemos decidido adoptar este tipo de elección toda vez que nos permitirá evaluar los factores que incidieron de manera positiva o negativa en el desarrollo mismo del desenvolvimiento de las OPAs.

6.5. Técnicas de recolección de datos

Las principales técnicas que se utilizarán a fin de llevar a cabo esta investigación serán: el fichaje bibliográfico y el análisis documental, como consecuencia de las consultas en bibliotecas de las universidades de la ciudad de Lima y de la biblioteca especializada de la SMV, órgano regulador encargado de resolver los temas de OPAs, entre otras.

6.6. Instrumentos

Para la recolección de la información relacionada con el trabajo de investigación, se utilizaron fichas bibliográficas así como fichas de resumen.

6.7. Análisis e interpretación de la información

Realizaremos el proceso de clasificación de la bibliografía, registrando y codificando los datos que podemos obtener de ella. Las conclusiones a las que se llegue se encontrarán estrechamente vinculadas con el análisis que se hagan de las referencias bibliográficas.

Para el estudio práctico de las OPAs realizadas en el periodo 2006-2010, se utilizarán técnicas analíticas que serán tanto lógicas como estadísticas, las que posteriormente, nos permitirán comprobar las hipótesis formuladas, así como, contribuir con las conclusiones de nuestro estudio.

CAPÍTULO II

LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

1. Introducción

Hablar sobre la OPA es realmente fascinante, ya que durante el recorrido de su estudio uno se va dando cuenta que este mecanismo, no sólo encuentra vida dentro del ámbito del mercado de valores, sino que su estudio trae consigo interrogantes presurosas de ser contestadas respecto a temas regulatorios, societarios; temas acerca de títulos valores y de derecho mercantil en general.

En efecto, a fin de referirnos a la regulación planteada para la OPA en nuestro país dentro del mercado de control societario peruano en el que se desenvuelve (el cual incluye a las tomas de control de sociedades anónimas regulares, abiertas y cerradas); primero, es necesario realizar un estudio detallado acerca de la regulación del mercado de valores en sí mismo, ello con el fin de sentar bases sólidas a los temas que se desarrollarán en los próximos capítulos.

Así pues, la expuesta sería la razón de ser de este primer capítulo, el cual empieza desarrollando conceptos de mercado de valores en nuestro país, para ir engarzándolos poco a poco con el tema societario, con el cual veremos existe mucha afinidad y debería existir una mayor coordinación.

2. Concepto de Mercado de Valores

Hemos de saber que el término “mercado”, tiene connotaciones más que jurídicas, económicas y comerciales, por lo que su concepción más amplia puede ser definida como aquel conjunto de operaciones de intercambio relativas a determinados bienes y servicios, tanto materiales como inmateriales, que se efectúan en un lugar y tiempo ciertos, con la intervención de cedentes o vendedores y adquirentes o compradores y, en mercados con características especiales, con la intermediación de corredores y comisionistas¹.

Tola Nosiglia nos dice que se puede definir al mercado de capitales como aquel en el que se efectúan toda clase de inversiones o transacciones relativas a capitales o activos financieros, cualesquiera sean su naturaleza, características o condiciones². Por

¹ TOLA NOSIGLIA, José, *El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú. Teoría general, aplicación práctica y aspectos especiales*, Lima: Mass Comunicación SRL, 1994, p. 19.

² *Ibidem*, p. 20.

lo que es válido que éste sea calificado como un concepto bastante genérico y de amplia extensión. De tal manera, que en el mercado de capitales, podremos encontrar ofertantes y demandantes de capitales de corto, mediano y largo plazo e, inclusive, de plazo indeterminado.

Aquel mercado donde se negocien capitales de corto plazo se les denominará mercado monetario, mientras que aquel en el cual se negocien activos de mediano y largo plazo, mercado financiero³.

Serra Puente-Arno define al mercado de valores como un lugar o espacio en el que oferentes y demandantes entran en trato, generalmente, a través de un intermediario a fin de comprar o vender (o negociar e intercambiar) determinados bienes de características especiales, denominados valores mobiliarios⁴.

Doctrina española, teniendo en cuenta la regulación del Derecho comunitario y español, parte más bien, concibiendo al mercado financiero como un concepto genérico, del cual puede dividirse tres grandes sectores como son: el mercado bancario, el mercado de valores y el mercado de seguros⁵.

Como podemos observar de las definiciones expuestas, el mercado de valores enfatiza el carácter situacional que tiene, antes que el de la mera localización, esto quiere decir, que el mercado de valores no existirá sólo en un lugar físico determinado, sino que ante una situación en la cual se encuentren oferentes y demandantes negociando valores mobiliarios, a través de un intermediario, existirá un mercado de valores. Con respecto a las clasificaciones nos quedamos con aquella que parte teniendo como concepto genérico el de mercado financiero, ya que a partir de éste y la intermediación que se haga se podrán hallar tanto el mercado bancario como el mercado de valores. Si es que la intermediación financiera se hace de manera indirecta, estaremos frente al mercado bancario; mientras que si se hace de manera directa, ante el mercado de valores.

³ *Ibidem*, p. 20.

⁴ SERRA PUENTE-ARNO, Gerardo, *El Mercado de Valores en el Perú*, 2^{da} Ed., Lima: Editorial Cuzco, 2002, p. 41.

⁵ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *Derecho del Mercado de Valores*, Barcelona: J. M. Bosch Editor, 2000, p. 28.

Teniendo en cuenta la definición del mercado de valores, podemos conceptualizar al Derecho de Mercado de Valores como aquel conjunto de normas jurídicas que regulan la emisión, la intermediación, la negociación y la inversión en valores negociables⁶ y otros instrumentos financieros, además de establecer el régimen de los intermediarios y de los mercados primarios o secundarios de valores⁷. O dicho en otros términos, el Derecho de Mercado de Valores se nos aparece “*prima facie*”, como el conjunto de normas jurídicas que establecen las reglas de comportamiento de tres tipos de sujetos (emisores, intermediarios e inversores) que intervienen en dos tipos de procesos (distribución y redistribución) sobre unos objetos comunes (valores negociables)⁸.

3. Estructura del Mercado de Valores

Dos son los segmentos, niveles o sectores complementarios que se pueden encontrar en el mercado de valores, siendo éstos: el del mercado primario y el mercado secundario.

El primero, comprende la emisión y colocación de los valores mobiliarios⁹. Por lo tanto, el volumen de las operaciones que se realizan en él, nos permitirá apreciar el

⁶ Cabe indicar que la diferencia que hace Tapia Hermida cuando se refiere a los títulos negociables, con los títulos valores -en nuestro caso- tiene un fundamento legal español. En tal sentido, actualmente en el ámbito del Derecho de Mercado de Valores (concepto general que engloba y amplía al Derecho Bursátil), se utiliza el concepto de valores negociables, en correspondencia con el artículo 2º de la Ley del Mercado de Valores y de sus normas de desarrollo. Sobre la diferencia entre valor negociable y valor mobiliario, Cachón Blanco refiere que: “(...) la característica esencial del valor negociable es su capacidad de negociación abierta o pública a través de un mercado organizado (...)”. En sentido, *vid.* CACHÓN BLANCO, José Enrique, Análisis Jurídico de los conceptos “Valor Negociable” e “Instrumento Financiero”, *Revista de Derecho Mercantil*, 1996, pp. 773-832. En el mismo sentido, ALONSO ESPINOSA, Francisco José, *Mercado Primario de Valores Negociables. Un estudio en torno al R.D. 291/1992, de 27 de marzo*, Barcelona: José María Bosch Editor, S.A., 1994, pp. 117-174.

⁷ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *op. cit.*, p. 20.

⁸ *Ibidem*, p. 28.

⁹ El concepto de valor mobiliario parte de la diferenciación de éste con los llamados *efectos de comercio*. Los efectos de comercio consisten en determinados papeles creados por el comercio para facilitar y agilizar la realización de sus operaciones. *Vid.* DA COSTA, Joaquín, citado por MONTROYA MANFREDI, Ulises, *et. al.*, *Comentarios a la Ley de Títulos Valores*, 7^{ma} ed., Lima: Grijley, 2005. Las características de los valores mobiliarios son: la emisión de los títulos en forma masiva, libre negociabilidad, careciendo de efectos jurídicos cualquier limitación a ésta contenida en el estatuto o en el contrato de emisión, los títulos constituyen títulos ejecutivos sin que se requiera previamente su protesto. Respecto a la masividad de su emisión, nuestra legislación, y específicamente el Reglamento de Oferta Pública Primaria aprobado por la Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10, en el inciso b) del artículo 5, ha dispuesto que se cumple con el requisito de la emisión en masa de los valores mobiliarios, cuando el emisor hubiera emitido por lo menos diez valores, en forma simultánea o sucesiva como parte de la misma operación financiera. Por lo que, en el Perú, emisiones hasta diez valores, aun cuando tuvieran o representasen los mismos derechos y sean homogéneos entre sí, no constituirían legalmente valores mobiliarios, lo que no impide que no sean títulos valores. En ese sentido, *vid.* CASTELLARES

flujo de recursos financieros o de capital canalizados hacia las actividades productivas a través del mercado de valores o, bajo otros términos, el grado de captación de ahorros mediante los mecanismos del citado mercado. A este mercado también se le denomina mercado de distribución primaria, ya que mediante éste, los inversores adquieren originariamente, por vía de suscripción de dichos valores, los valores mobiliarios producidos por los emisores, adquisición a la que también se le denomina *adquisición de primera mano*. La regulación del desenvolvimiento del mercado primario de valores en nuestra regulación se encuentra a partir del artículo 53° al 63°, en el capítulo II de la LMV, el cual se titula Oferta Pública Primaria.

Como contraparte, el mercado secundario comprende la negociación posterior de los títulos, es decir, el intercambio de valores previamente emitidos y colocados. Éste es el nivel en el cual se efectúan transacciones que implican simples transferencias de activos financieros ya existentes y, por ende, el volumen de tales operaciones refleja el grado de liquidez del mercado de valores. A partir de allí, es que se afirma que en este mercado se lleva a cabo el proceso de redistribución secundaria, por el cual los inversionistas adquieren de manera derivativa, mediante la compra, generalmente, de los valores mobiliarios que fueron previamente adquiridos por otros inversores anteriores, los cuales decidieron proceder a su enajenación. A esta adquisición también se le conoce como *adquisición de segunda mano*. La regulación del desenvolvimiento del mercado secundario de valores en nuestra regulación se encuentra a partir del artículo 64° al 79°, en el capítulo III de la LMV, el cual se titula Oferta Pública Secundaria.

La clasificación de mercado primario y mercado secundario también es denominada por Serra Puente-Arnan, como aquella que atiende al tipo de colocación que se haga¹⁰.

Otra clasificación que hace Serra Puente-Arnan, es aquella que atiende al mecanismo de negociación utilizado. En ese sentido se diferencia al mercado bursátil y

AGUILAR, Rolando, “La Emisión de Obligaciones en la Legislación Peruana”, En: HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo (coord.), Tratado de Derecho Mercantil. Derecho Societario, t. I, Lima: Gaceta Jurídica, 2005, pp. 852 y ss.

¹⁰ SERRA PUENTE-ARNAO, *El Mercado de Valores en el Perú*, Lima: Cultural Cuzco, 2^{da} Ed., 2002, p. 45.

al mercado extrabursátil. El mercado bursátil, el cual se encuentra estrechamente vinculado a la negociación que se realiza en rueda de bolsa¹¹, es definido como el mecanismo centralizado en el que las sociedades agentes, de conformidad con lo dispuesto en los respectivos reglamentos internos de las Bolsas, realizan transacciones con valores inscritos en el RPMV, cuando corresponda a instrumentos derivados que la SMV previamente autorice. Mientras que el mercado extrabursátil, será aquél en el cual se negocian valores fuera de la rueda de Bolsa. En tal sentido, el mercado extrabursátil es un mercado conceptualmente amplio pues comprendería teóricamente a los mercados organizados que operasen en bolsa, con excepción de la rueda, en el que se negociarían valores no inscritos en rueda de bolsa; a los mercados centralizados y organizados que no operasen en bolsa, en los cuales también se negociarían valores no inscritos en rueda; y a los mercados no organizados, en los que se transarían valores inscritos y no inscritos en rueda. De la enunciación de las características podemos notar que puede ser un mercado primario como un mercado secundario¹².

4. Características del Derecho de Mercado de Valores

El Derecho de Mercado de Valores se caracteriza por su autonomía relativa, a efectos explicativos o didácticos, lo que lleva a calificarle como un derecho informativo o económico. No obstante, se considera que esta referida autonomía no comporta una independencia en sentido jurídico propio porque no nos hallamos ante una rama del Derecho integrada por normas jurídicas homogéneas, como sucede con el derecho civil, mercantil o administrativo. Ello se debe a que el Derecho de Mercado de Valores satisface una necesidad de origen económico consistente en dotar de una cierta unidad a un conjunto de normas que se refieren a un tipo de mercado financiero. Por lo tanto, preciso es anotarse que cuando se habla del Derecho de Mercado de Valores debemos empezar aclarando que no estamos utilizando la clasificación tradicional que divide el Derecho público y el Derecho privado y, dentro de este último, por ejemplo, las ramas

¹¹ Rueda de Bolsa es el mecanismo en el que las sociedades agentes de bolsa realizan transacciones con valores inscritos en el RPMV, y cuando corresponda en instrumentos derivados que la SMV previamente autorice, ello de conformidad con el artículo 117° de la LMV. Los valores inscritos en Rueda pueden ser transados fuera de dicho mecanismo. En estos casos se requiere el concurso de una SAB, la que certifica la transacción y liquidación oportuna de la misma, con indicación de la cantidad, precio y la fecha en que tuvo lugar. Dicha certificación se entrega al emisor, y se informa a la SMV, a la Bolsa de Valores y a la ICLV, donde se encuentren inscritos dichos valores, de conformidad con el artículo 123° de la LMV.

¹² *Ibidem*, p. 47.

del Derecho Civil y el Derecho Mercantil; sino que nuestra finalidad es agrupar cuántas normas se refieran al mercado de valores¹³.

Una segunda característica estrechamente coordinada con la primera se refiere a la heterogeneidad jurídica del Derecho de Mercado de Valores. El Derecho de Mercado de Valores es un derecho de contenido jurídico heterogéneo porque, dado que su intención es agrupar todas las normas jurídicas que se refieran al mercado de valores, mezcla en su seno normas de derecho público, acentuándose sobre todo en normas de derecho administrativo público, además de derecho constitucional y normas de derecho privado, tal y como lo hace el derecho mercantil. Esta característica sin lugar a dudas, sea en el lugar en el que se encuentre el mercado de valores descrito, como por ejemplo, nuestro mercado de valores, veremos que siempre estará a cargo de la autoridad reguladora, en nuestro caso a cargo de la SMV; mientras que en España, a cargo de la CNMV. No obstante, también se reconocen que existen dentro de su regulación normas que tienen un carácter privado, las normas que dentro de la LMV y su normativa de desarrollo, se refieren a las operaciones y actividades que pueden desarrollar los intermediarios en el ámbito del mercado de valores.

Según decíamos antes, nos encontramos ante un tipo de los que se han dado en llamar derechos económicos caracterizados por pretender la regulación global de un determinado sector económico, con independencia de las diferencias jurídicas de las normas que agrupan. El mercado de valores actúa como un “polo de atracción magnética” que permite considerar que un conjunto de normas jurídicamente heterogéneas pueden considerarse de forma conjunta. Ésta es una característica común a los otros dos sectores del derecho del mercado financiero -siguiendo a Tapia Hermida- porque, también en el ámbito del derecho bancario y en el ámbito del derecho del seguro privado, conviven normas de carácter público, especialmente de carácter administrativo y normas de carácter privado, fundamentalmente de contratación mercantil¹⁴.

La internacionalidad es una tercera característica que también se resalta en el Derecho de Mercado de Valores. Si bien es cierto, Tapia Hermida pone como un

¹³ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *op. cit.*, p. 22.

¹⁴ *Ibidem*, p. 23.

ejemplo de ésta, el esfuerzo comunitario que realizan los países europeos tratando de homogenizar su legislación y los principios que desean que sean aquellos que constituirán el sustrato de su Derecho de Mercado de Valores comunitario. Nosotros no somos ajenos a esto, toda vez que, guardando las distancias, América Latina también con el deseo de lograr una integración que avanza poco a poco, ha comenzado por la del ámbito bursátil, tal y como se puede observar en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), en el cual nuestro país junto a Colombia y Chile unen sus mercados secundarios para de esta manera constituirse, entre los tres, en un mercado más grande, más líquido y con mayores posibilidades de negociación de los títulos mobiliarios para los inversionistas.

Bajo esas líneas, hace bien Tapia Hermida, en decir que la característica de la internacionalidad del Derecho de Mercado de Valores es una consecuencia de la globalización de la economía que, en el mercado de valores, se manifiesta de una forma especialmente notoria si tenemos en cuenta la facilidad de transacción de los valores mobiliarios en el momento en que éstos se representan mediante anotaciones en cuenta que pueden ser objeto de transacción sobre la base de sistemas informativos de funcionamiento interconectado en todo el mundo¹⁵.

5. Principios rectores del Derecho de Mercado de Valores

Si bien establecer cuáles son los principios rectores del Derecho de Mercado de Valores es una tarea ambiciosa para cualquier estudioso del mismo. Intentaremos enunciar el conjunto de principios, que según doctrina mayoritaria nos recuerda que deben existir en todo Derecho de Mercado de Valores.

Como primer principio, tenemos al principio de eficiencia que en este ámbito tiene un sentido amplio y un sentido estricto. En el sentido amplio, se pretende establecer un conjunto de reglas que permitan que este sector del mercado financiero cumpla debidamente la función que tiene asignada la cual consiste en permitir el trasvase -de la manera más rápida y segura con el menor coste posible- del ahorro a la inversión productiva que, a su vez, remunerará debidamente aquel ahorro invertido. Mientras que en el sentido estricto, se habla de eficiencia del Derecho de Mercado de

¹⁵ *Ibidem*, p. 24.

Valores, con especial énfasis en los mercados secundarios de valores, para referirse a la capacidad del mismo para traducir en términos de cotización, esto es, de oferta y demanda, toda la información disponible en el mercado sobre los emisores de los valores, sobre los valores mobiliarios y sobre las circunstancias de los propios mercados.

El segundo principio rector es el de protección del inversor que si bien su naturaleza es ética, debe entenderse no tanto como ello, sino como una exigencia del funcionamiento del propio Mercado de Valores. De esta manera, al inversor se le protege para que siga invirtiendo en valores porque ésta es la condición esencial para que se produzcan los fenómenos de inversión e intermediación en dicho mercado. En la experiencia estadounidense, por ejemplo, la justificación última de la represión de los abusos de información privilegiada ha partido de constatar que, si el inversor medio considera que el mercado de valores es un ámbito donde sólo pueden obtener ganancias los iniciados, a costa de su propio patrimonio, se apartarán del mercado de valores y, con él, huirá el flujo de ahorro popular que es condición esencial del funcionamiento de aquel mercado.

Un tercer principio rector es el de la apelación al ahorro del público. Se trata del principio esencial de sumisión al Derecho del Mercado de Valores porque deben quedar sometidos a esta normativa aquellos sujetos -fundamentalmente, emisores de valores e intermediarios- que realicen operaciones que impliquen una solicitud -directa o indirecta- al ahorro del público. En definitiva, se trata de establecer unas cautelas jurídicas para fenómenos de intercambio de bienes heterogéneos -dinero a cambio de valores- que llevan implícito un componente notable de riesgo. Ello es así porque el inversor que adquiere valores y acude a la solicitud a su ahorro, está intercambiando dinero “contante y sonante” -que es el que utiliza para suscribir o adquirir valores- por promesas de beneficios basadas sobre proyectos económicos futuros que le hacen los emisores de los valores suscritos o adquiridos. En esta parte, es importante anotar que el Derecho de Mercado de Valores no pretende, por regla general, que tales promesas resulten absolutamente seguras, sino que se limita a establecer los mecanismos jurídicos para que -partiendo de los datos disponibles que aporta el sujeto que apela al ahorro del público- la promesa derivada del proyecto económico futuro sea verosímil.

Un cuarto principio rector es el de la igualdad de los inversores que acuden a dicho mercado. Este principio rector de igualdad es el que justifica, por ejemplo, la represión de los abusos de información privilegiada, ya que todos los inversionistas esperan estar especulando bajo los mismos parámetros de información que da el mercado y no sin estar despojado de información que a la larga determinará una acertada o desacertada decisión a la hora de invertir. De igual manera, nosotros creemos que este principio justifica la obligatoriedad de realizar una OPA ante una adquisición o incremento de participación significativa, ya que, es lógico que ante la toma de control de una sociedad anónima, todos los accionistas busquen al menos tener la posibilidad de ser partícipes de la prima de control que se ofrece.

Por último, pero no por ello menos importante, cabe mencionar como principio rector del Derecho de Mercado de Valores, el de la transparencia. Ello es así porque los valores negociables e instrumentos financieros que son objeto de este mercado son bienes de segundo grado cuyo valor sólo es perceptible sobre la base de un proceso de acopio de información y de elaboración de la misma. En efecto, siguiendo a Tapia Hermida, la contemplación de uno o varios títulos o extractos de cuenta representativos de acciones (representadas, en este último caso, por anotaciones en cuenta) no suministra criterio alguno de por sí, para determinar su valor. Para conocer éste último, será preciso informarse sobre quién ha emitido tales acciones, las características de las acciones en sí y los mercados donde cotizan. Por lo tanto, el substrato de lo que se negocia en el mercado de valores es la información y de ahí, que sea esencial garantizar que los mercados de valores sean mercados transparentes, es decir, “casas de cristal” en las que los inversores deben informarse cumplidamente de los productos en lo que arriesgan sus ahorros.

Finalmente, diremos que alguna parte de la doctrina¹⁶ considera como principio rector que guía al Mercado de Valores a la profesionalidad de los intermediarios. Sin embargo, consideramos que más que un principio, éste se configura como una obligación de cada mercado, en pro de la protección del inversionista y del desarrollo del mismo. Esta obligación hace que se les exija un conjunto de requisitos en su

¹⁶ *Ibidem*, p. 26.

estructura y en el desarrollo de sus funciones o unos requisitos de acceso a la actividad típica de intermediación del Mercado de Valores y del ejercicio de la misma.

No obstante, los principios descritos son principios enunciados de alguna forma u otra por la mayoría de la doctrina¹⁷, nos parece importante también hacer referencia a la clasificación hecha por la IOSCO (Organización Internacional de Reguladores de Valores), que es el organismo multilateral más importante a nivel mundial de reguladores de mercados de valores, cuyo objeto es la búsqueda que la cooperación entre sus miembros permita alcanzar el más amplio consenso internacional en cuanto a la regulación de los mercados de valores.

En tal sentido, en septiembre de 1998, la IOSCO elaboró un documento al que denominó “*Objetivos y Principios para la regulación de los mercados de valores*”¹⁸, en el cual se presentan treinta principios para la regulación del mercado de valores, los cuales están basados en tres objetivos de regulación, siendo estos:

- Protección a los inversionistas
- El asegurar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes
- La reducción del riesgo sistémico

a. Principios relativos al Regulador

- Las responsabilidades del regulador deben ser claras y objetivamente estipuladas.
- El regulador debe ser operativamente independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y poderes.
- El regulador deberá tener los poderes adecuados, los recursos apropiados y la capacidad de desempeñar sus funciones y ejercitar sus poderes.
- El regulador debe adoptar procesos de regulación claros y consistentes.
- El personal del regulador deben observar las más elevadas normas profesionales incluyendo aquellos sobre confidencialidad.

¹⁷ En ese sentido, CACHÓN BLANCO, José Enrique, *Derecho del Mercado de Valores*, t. I, Madrid: Dykinson, 1992; GARRIGUES, Joaquín, *Curso de Derecho Mercantil*, t. II, 7^{ma} ed., Madrid, 1979.

¹⁸ IOSCO (Organización Internacional de Reguladores de Valores), “*Objetivos y Principios para la regulación de los mercados de valores*”, Madrid, 1998; ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando, *Derecho del mercado financiero*, 2^{da} ed., Madrid: Marcial Pons, 2000; CASTELLARES AGUILAR, Rolando, et.al., *El ABC del Mercado de Capitales*, Lima: Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financiero, 1998.

b. Principios de autorregulación

- El régimen regulador deberá hacer el uso más apropiado de las organizaciones de autorregulación (SRO) que ejercen algunas responsabilidades directas de supervisión en sus respectivas áreas de competencia, en la medida apropiada a la dimensión y la complejidad de los mercados.
- Los Organismos de Autorregulación (SRO) estarán sujetas a la supervisión del regulador y observarán normas de justicia y confidencialidad cuando ejerzan poderes y responsabilidades delegadas.

c. Principios para la aplicación de la regulación de valores:

- El regulador tendrá extensos poderes de inspección, investigación y supervisión.
- El regulador tendrá amplios poderes para la aplicación de la ley.
- El sistema regulador garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión, aplicación de la ley y la implantación de un programa efectivo de cumplimiento.

d. Principios de cooperación de la regulación:

- El regulador tendrá autoridad para compartir información tanto pública como no pública, con homólogos nacionales y extranjeros.
- Los reguladores establecerán mecanismos para compartir la información, que determinen cuándo y cómo compartirán dicha información, tanto pública como no pública con sus homólogos nacionales y extranjeros.
- El sistema regulador permitirá que se preste asistencia a reguladores extranjeros que tengan que realizar investigaciones en el desempeño de sus funciones y en el ejercicio de sus poderes.

e. Principios para los emisores:

- Se realizará una difusión completa, puntual y exacta de los resultados financieros y de otra información que sea relevante para la toma de decisiones por parte de los inversores.
- Los accionistas de una sociedad serán tratados de una manera justa y equitativa.
- Las normas de contabilidad y auditoría serán de una calidad elevada y aceptable a escala internacional.

f. Principios para las instituciones de inversión colectiva:

- El sistema regulador fijará normas para conceder autorizaciones y regular a aquellos que deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva.
- El sistema regulador estipulará normas que rijan la forma legal y la estructura de las instituciones de inversión colectiva y la segregación y la protección de los activos de los clientes.
- La regulación exigirá la difusión, según se expone en los principios para los emisores, que sea necesaria para evaluar la idoneidad de una institución de inversión colectiva para un inversor concreto y el valor de la participación del inversor en dicha institución.
- La regulación asegurará que exista una base conveniente y públicamente conocida para la valoración de los activos y la fijación del precio y el rescate de participaciones en una institución de inversión colectiva.

g. Principios para los intermediarios del mercado

- La regulación estipulará normas mínimas de entrada para los intermediarios del mercado.
- Se fijarán requisitos de capital mínimo inicial y requerimientos de recursos propios mínimos acordes con los riesgos asumidos de manera continua, así como otros requisitos prudenciales para los intermediarios que actúen en el mercado.
- Los intermediarios del mercado estarán obligados a cumplir unas normas de organización interna y normas de conducta encaminadas a proteger los intereses de los clientes y asegurar una adecuada gestión del riesgo. La Autoridad (Dirección) del intermediario deberá ser el principal responsable del cumplimiento de estas normas.
- Existirán procedimientos para los casos de quiebra de un intermediario del mercado con el fin de minimizar los perjuicios y las pérdidas de los inversores, así como controlar el riesgo en el sistema.

h. Principios relativos a los Mercados Secundarios:

- El establecimiento de sistemas de negociación, incluyendo las bolsas de valores, deberá estar sujeto a autorización y supervisión prudencial.

- Existirá una supervisión prudencial constante de las bolsas y los sistemas de negociación con objeto de asegurar la integridad de la negociación mediante normas justas y equitativas que logren un equilibrio adecuado entre las exigencias de los distintos partícipes del mercado.
- La regulación promoverá la transparencia en la negociación.
- La regulación estará diseñada para detectar e impedir la manipulación y otras prácticas desleales en la negociación.
- La regulación tendrá por objeto asegurar la debida gestión y control de los grandes riesgos, el riesgo de incumplimiento y la distorsión del mercado.
- Los sistemas de compensación y liquidación estarán sujetos a supervisión prudencial, y estarán diseñados de manera que sean justos y eficientes y que reduzcan el riesgo sistémico.

6. Participantes en el Mercado de Valores

Los tres sujetos que intervienen en dicho mercado son: a) los emisores de valores públicos o privados, llamados también *productores* de valores; b) los intermediarios en el mercado de valores; y, c) los adquirentes de valores o inversionistas, los cuales pueden ser individuales como institucionales.

6.1. Los Emisores del Mercado de Valores

Los emisores de valores son los sujetos que intervienen en primer lugar en dicho mercado de valores, porque son los que “producen” los objetos que en él se negocian.

Los emisores de valores se caracterizan, genéricamente, por dos notas relacionadas con su permanencia en el mercado de valores: primera, su sumisión objetiva y ocasional al Derecho de Mercado de Valores y, en concreto, a la LMV y a su normativa de desarrollo. Es decir, la sociedad anónima puede dedicarse a cualquier actividad productiva de carácter genérico, sin embargo, al realizar una emisión de obligaciones u otros valores mobiliarios, se ve sometida a la normativa del mercado de valores, única y específicamente, en lo que afecta a los valores emitidos y con ocasión de la emisión de los mismos. En el ciclo vital de dicha sociedad anónima, el Derecho de Mercado de Valores sólo le afectará con ese alcance limitado en sentido objetivo y funcional. La segunda nota se refiere a su ubicación inicial en el mercado público de valores. Ello implica la necesidad de tener en cuenta la conexión entre las normas

societarias, que establecen los controles de calidad de la producción de los valores, y las normas de mercado de valores que establecen los controles de calidad de su distribución inicial mediante la adquisición originaria de los mismos por los inversores.

Asimismo, debemos tener en cuenta que la categoría de los emisores de valores es extraordinariamente amplia y heterogénea y abarca tanto a emisores públicos como a los emisores privados. Dentro de los emisores públicos, encontramos al Gobierno Central, el cual puede actuar a través del MEF. En este caso especial, debemos de indicar que el Gobierno Central, al no ser una empresa privada no puede emitir acciones, por lo tanto, sólo emite instrumentos de deuda u obligaciones. Además, es común aceptar que el Gobierno no puede quebrar, por lo que -bajo este supuesto- al no existir riesgo de incumplimiento, la tasa de interés que ofrecen sus obligaciones es la más baja del mercado. Por la misma razón, suele ser el emisor que se endeuda a más largo plazo¹⁹.

En el caso de emisores privados de valores, se encuentran las sociedades, las cuales pueden ser anónimas en una de sus dos modalidades, es decir, la abierta. Sin embargo, ello no obsta para que también pueda hacerla una sociedad de responsabilidad limitada, ello de acuerdo al artículo 304° de la LGS.

6.2. Los Agentes Intermediarios del Mercado de Valores

Se denominan agentes de intermediación a las sociedades anónimas que, actuando como SAB o como SIV, se dedican a la intermediación de valores en el mercado.

Una SAB es definida como una sociedad anónima que siendo debidamente autorizada, se dedica fundamentalmente a realizar la intermediación de valores en uno o más mecanismos centralizados que operen en las bolsas. En el mercado bursátil es obligatoria la intervención de las denominadas SAB, las que además son las únicas que cuentan con la autorización de participar en la realización de las transacciones que se llevan a cabo en los mecanismos centralizados de negociación extrabursátil, que funcionan en las bolsas de valores.

¹⁹ CASTELLARES AGUILAR, Rolando, *et.al.*, *El ABC del Mercado de Capitales*, Lima: Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financiero, 1998.

Por otro lado, las SIV son definidas como las sociedades anónimas que -igual que las SAB- contando con la debida autorización se dedican fundamentalmente a realizar la intermediación de valores no inscritos en bolsa.

Ambas sociedades descritas realizan la actividad de la intermediación en el mercado de valores mobiliarios, la cual es definida como la realización habitual, por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores. Además se considera intermediación las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual a fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial en el precio. Por lo tanto, como nos podemos dar cuenta, será necesario contar con la autorización de la SMV para actuar como agente de intermediación, si se dan los siguientes requisitos: i) que se realicen operaciones de intermediación de forma habitual; ii) que se realicen dichas operaciones por cuenta ajena, o como *underwriter*; y, iii) que se realicen las operaciones señaladas utilizando los medios que configuran la oferta pública.

6.3. Los Adquirentes o los Inversionistas

Si bien los adquirentes o los inversionistas no se encuentran definidos de manera taxativa en nuestra LMV, no podemos negar la importancia que tienen dentro de la legislación. Títulos enteros, tales como aquel que trata acerca de la Transparencia del Mercado u otros artículos que se encuentran difuminados en nuestra LMV tienen su razón de ser debido a la protección de los inversionistas, tal y como lo podemos observar cuando leemos la finalidad de la LMV cuando señala como una de sus finalidades la *adecuada protección de los inversionistas*²⁰. Asimismo, podemos identificar su presencia e ir dibujando una definición a partir de las definiciones de oferta pública y la oferta privada que la LMV nos ofrece. En tal sentido, cuando estemos ante una oferta pública, diremos que ese público a quién se dirige la invitación, adecuadamente difundida para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios, serán los inversionistas sobre los que se aplicarán las normas dispuestas en la LMV. Asimismo, tendrán la calidad de tales

²⁰ “**Artículo 1º.- Finalidad y Alcances de la Ley**

La finalidad de la presente ley es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista. (...)”

aquellos que participen de una oferta privada, sin embargo, éstos últimos no estarán bajo la normativa de la LMV. Demás está indicar, que cuando un emisor opta por emitir valores de oferta pública, se compromete a someterse a condiciones de información más severas, en razón que el mercado exige conocer con la mayor precisión posible la situación económica y financiera de la empresa, para así permitir se adopten decisiones correctas de inversión.

Los inversionistas de una oferta pública serán aquellos que participen de una oferta de valores no comprendida en el de una oferta privada, además de aquella que sea dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales o la oferta de valores mobiliarios, cuyo valor nominal o de colocación unitario más bajo sea igual o superior a S/. 250,000.00 Nuevos Soles²¹; o, aquellas que establezca la SMV²².

Un punto de especial referencia es el que se hace del inversionista al que se denomina institucional al cual nuestra norma lo define como aquella entidad generalmente, especializada que administra recursos financieros y los orienta a la adquisición de carteras de valores. Como bien dice Tola, los recursos con los que trabajan no necesariamente son propios, ya que en su mayor parte, no en su totalidad, provienen de las captaciones que realizan de acuerdo a las modalidades de operación que les son propias, según se trate de AFP, SAFM, entre otras. Cabe indicar que, los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no pueden ser transferidos a terceros, salvo que lo hagan a otro inversionista o se inscriba el valor previamente en el Registro Publico del Mercado de Valores (en adelante, RPMV)²³.

En ese sentido, los inversionistas institucionales la conformaran una lista cerrada de personas que pueden ser personas naturales o jurídicas, entre las que se encuentran los bancos, financieras y compañías de seguros regidos por la LGSF, los agentes de intermediación, las administradoras privadas de fondos de pensiones, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de

²¹ Este monto actualizado para el año 2011 ascendería a S/. 428,037.87 Nuevos Soles, de conformidad con la Primera Disposición Final del TUO de la Ley de Mercado de Valores aprobado mediante D.S. N° 093-2002-EF

²² Artículo modificado de acuerdo a la Ley N° 29720 de fecha 25 de junio de 2011.

²³ De conformidad con la Ley N° 29720 de fecha 25 de junio de 2011.

fondos mutuos, así como las entidades del exterior que desarrollen actividades similares y las demás personas que la SMV califique como tales²⁴.

Además de los indicados, también son considerados inversionistas institucionales las Entidades Prestadoras de Salud a que se refiere la Ley de Modernización de la Seguridad Social en Salud, Ley N° 26790; la Oficina de Normalización Previsional - ONP, el Seguro Social de Salud - Essalud y las sociedades tituladoras; los *Qualified Institutional Buyer* a los que se refiere la Regla 144A de la Comisión Nacional de Valores de los Estados Unidos de América ("*U.S. Securities and Exchange Commission*"-SEC); las demás empresas señaladas por el artículo 16° de la LGSF, no comprendidas en el literal a) (de dicho artículo); las personas jurídicas de derecho privado o de derecho público que tengan como una de sus actividades habituales, de acuerdo con las disposiciones legales o convencionales que las rigen, la inversión en valores mobiliarios. Asimismo, es preciso indicar que en el caso de personas jurídicas de derecho privado no estatales, será exigible que cuenten con un patrimonio neto igual o superior a S/. 750,000.00 Nuevos Soles²⁵; las personas naturales cuyo patrimonio neto, individual o conyugal, sea igual o superior a S/. 2,000.000.00 Nuevos Soles²⁶; y sus ingresos netos individuales o conyugales hayan sido iguales o superiores a S/. 750,000.00 Nuevos Soles²⁷, durante los tres últimos años anteriores a la inversión; los miembros del órgano directivo y principal funcionario administrativo y de finanzas de las personas jurídicas señaladas anteriormente; toda persona jurídica en la que todos sus accionistas, socios, asociados, o miembros que corresponda, sean señalados en los enunciados precedentes; y, los fondos y patrimonios autónomos administrados por las personas señaladas anteriormente, cuando la decisión

²⁴ En correspondencia con el literal j) del artículo 8 del TUO de la LMV, aprobado mediante el D.S. N° 093-2002-EF.

²⁵ Actualizada a la fecha a un valor de S/. 1,284.113.61 Nuevos Soles, de conformidad con la Novena Disposición Final del Reglamento de la Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, Resolución CONASEV N° 141-1998-EF/94.10.

²⁶ Actualizada a la fecha a un valor de S/. 3,424.302.96 Nuevos Soles, de conformidad con la Novena Disposición Final del Reglamento de la Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, Resolución CONASEV N° 141-1998-EF/94.10.

²⁷ Actualizada a la fecha a un valor de S/. 1,284.113.61 Nuevos Soles, de conformidad con la Novena Disposición Final del Reglamento de la Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, Resolución CONASEV N° 141-1998-EF/94.10.

de inversión sea responsabilidad de las mismas, siempre que el patrimonio neto de tales fondos o patrimonios sea igual o superior a S/. 400.000.00 Nuevos Soles²⁸.

Cabe indicar que, es responsabilidad de los ofertantes adoptar las medidas necesarias para velar porque los adquirentes de los valores cumplan con las características señaladas en los incisos anteriores.

Debemos tener en cuenta la condición que tiene el inversor en activos financieros, los cuales adquieren la condición de *consumidor* o *usuario* del Mercado de Valores en su conjunto. De ahí, la importancia de la protección que se le brinde y que esta protección sea vista como un principio rector de cualquier sistema jurídico actual.

Sin embargo, también es preciso señalar que, si bien en principio cualquier adquirente o destinatario final de productos o servicios financieros puede ser considerado un *consumidor*, ciertamente no todo inversor se encuentra necesitado de igual dosis de tutela jurídica. En tal sentido, se puede hacer la diferencia entre un pequeño inversor o un inversor-ahorrador frente a un inversor especializado o experto (inversor sofisticado); es decir, entre el típico consumidor de productos financieros en este ámbito difícil al que se enfrenta sólo de manera ocasional y que, por lo tanto, sí necesita de especial protección jurídica; y, otro inversionista ducho en los temas financieros y con experiencia²⁹, quien no requerirá de una mayor protección. No obstante lo dicho, es preciso señalar que la LMV no hace distingo al regular -excepto cuando se trata de oferta pública y una oferta privada- ya que lo hace bajo el estándar del inversionista razonable.

7. Fundamento y objeto de protección de la regulación en el Mercado de Valores

El Mercado de Valores existe con el fin de poner en contacto de la forma más eficientemente posible las unidades de ahorro con las unidades de gasto, es decir, asegurar el correcto funcionamiento de los flujos financieros de la economía. Por lo tanto, la función de la regulación de los mercados financieros será favorecer dichos

²⁸ Actualizada a la fecha a un valor de S/. 684.860.59 Nuevos Soles, de conformidad con la Novena Disposición Final del Reglamento de la Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, Resolución CONASEV N° 141-1998-EF/94.10

²⁹ VALENZUELA GARACH, Fernando, *La información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores*, Madrid: Editorial Civitas S.A., 1993, pp. 26-27.

flujos³⁰ así como una adecuada protección a todos los intervinientes del mismo, pudiendo ser éstos: emisores, intermediarios y con especial énfasis a los inversionistas.

Citando a Fernando de Trazegnies, el mercado de capitales es una de las formas más ingeniosas por las que, dentro de la economía liberal, se resuelve aquel dilema creado entre el interés de los ahorristas-inversionistas y el interés del productor que recibe la inversión. Cuando una empresa coloca acciones en el mercado, puede reunir un gran capital sin ningún compromiso de devolución: quien adquiere esas acciones puede exigir su participación en los dividendos pero no el retorno de su inversión. De esta manera el interés de estabilidad que tiene el productor o empresario se encuentra satisfecho. Pero, a su vez, quien adquirió las acciones, aunque no tiene posibilidad de reclamar la devolución de su dinero, puede en cualquier momento vender los papeles (es decir, los valores mobiliarios) en el mercado y obtener así su dinero. De esta manera, el interés de liquidez del ahorrista-inversionista se encuentra también satisfecho y, a través de un mercado secundario, se ha logrado la conciliación de lo que antes parecía contradictorio. Esta solución es muy interesante, pero tiene sus costos para ambas partes. El que recibe dinero, es decir, la empresa que ha emitido las acciones, tiene la ventaja de la estabilidad en la inversión que ha recibido; pero tiene también, a cambio, que perder algo del control de la sociedad y aceptar que otros se conviertan en co-dueños del negocio (en el caso, de emisión de acciones). A su vez, el ahorrista tiene la ventaja de la liquidez a través del procedimiento de encontrar a otro ahorrista-inversionista que quiere sustituirse en su inversión; pero tiene también que aceptar el riesgo de una variación en la cotización³¹.

En ese contexto, y viendo que se trata de la formación de un mercado, no basta con liberalizar y dejar que los actores actúen creyendo que el mercado se regulará por sí solo. Sino que, partiendo de la premisa fundamental por la cual las fuerzas solas del mercado resultan ineficientes o insuficientes para alcanzar una asignación deseada de la que se habla en cualquier mercado, la regulación del Mercado de Valores nace con la finalidad de garantizar su eficiencia y su buen funcionamiento, tratando de lograr un

³⁰ SALINAS ADELANTADO, Carlos, “Desregulación y Neoregulación en el Mercado de Valores”. *Revista de Derecho Mercantil*, N° 224, Madrid, p. 751.

³¹ Como menciona Fernando De Trazegnies Granda, en el Prólogo de TOLA NOSIGLIA, José, *El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú. Teoría general, aplicación práctica y aspectos especiales*, Lima: Mass Comunicación, 1994, p. 10.

mercado de valores eficiente en el cual exista una adecuada asignación de recursos y formación de precios³².

Según Salinas Adelantado, la forma de protección a los accionistas, puede ser concebida de dos formas:

a. La protección del inversor como forma de reforzar la confianza de los mercados

Esta perspectiva tiene como premisa que la protección del inversionista sólo se justifica porque es bueno para los mercados. En consecuencia, a fin de preservar la confianza en los mercados de valores se buscará proteger a los inversionistas. Asimismo, en caso de conflicto mercado-inversor, siempre el inversionista será sacrificado.

b. La protección del inversor como fin en sí mismo

Desde este punto de vista, tanto el control estatal como la regulación privada o autorregulatoria tienen como fin la protección del inversionista en *sí mismo* y en un segundo plano la protección del mercado de valores *per se*. Así, en determinadas circunstancias, siempre que haya de justificarse una medida que se oriente a la protección del inversor se podrá justificar la introducción de medidas que incluso llegaran a generar algunas ineficiencias en el mercado.

Autores como Alonso Espinosa, siguiendo esta posición consideran que con la regulación del Mercado de Valores se trata de establecer un sistema jurídico capaz de proteger las expectativas de quienes invierten en valores. Estas expectativas, en resumidas cuentas, giran en torno a lograr satisfacer los intereses de liquidez, rentabilidad y seguridad, características inherentes a todo acto de inversión. Por lo tanto, el inversionista de valores se convierte así en el elemento objetivo central de esa nueva categoría sistemática que tiende a ser el Derecho de Mercado de Valores y, por tanto, el destinatario, directo o indirecto del régimen de los mercados primarios y secundarios de valores³³.

³² SALINAS ADELANTADO, Carlos, *op.cit.*, p. 751

³³ ALONSO ESPINOSA, Francisco José, *Mercado Primario de Valores Negociables. Un estudio en torno al R.D. 291/1992, de 27 de marzo*, Barcelona: José María Bosch Editor, S.A., 1994, pp. 27 y ss.

El mismo autor hace una caracterización bastante elaborada acerca de cómo se debe concebir a un inversor. En ese sentido, la caracterización del *inversor en valores* debe superar la concepción tradicional, casi decimonónica, fundada en el tratamiento estricto de su posición según el contenido de los derechos que suponen los valores bajo su titularidad, que diferencia entre los inversores en valores representativos de recursos propios (acciones) y los inversores en valores representativos de recursos ajenos (obligaciones y demás valores asimilables). El punto de partida para esta diferenciación es la naturaleza de un acto de inversión desde una perspectiva jurídica. Bajo esta perspectiva el acto de inversión, la entrega de dinero por el *tradens*/inversionista al *accipiens*/financiado no está relacionada, a su vez, con la recíproca entrega de mercancías, ni como remuneración de prestaciones de servicios u obras por parte del segundo al primero, por lo tanto, dicho desplazamiento no constituye ni el pago de una obligación ni un acto de liberalidad, sino que se enmarca en una categoría de contratos caracterizados porque la causa de las obligaciones derivadas de ellos; se centra en torno a la entrega de medios financieros a cambio de la obtención de ventajas patrimoniales, es decir, los medios financieros son desplazados por el *tradens*/inversionista hacia el *accipiens*/financiado a fin de que éste último los emplee en actividades productivas de riqueza y haga partícipe de la misma al inversor en las condiciones contractuales pactadas, quedando excluido, *ab initio*, el posible ánimo de intervención de éste en la administración de la empresa receptora de los medios financieros³⁴.

Una vez expuestas estas teorías, y antes de tomar posición por alguna de ellas o plantear otra, debemos procurar ver en su verdadera dimensión al inversionista y al mercado donde negocia.

En tal sentido, nosotros consideramos que el inversionista, es una persona, natural o jurídica, que al gozar de excedentes económicos invierte en valores mobiliarios, colocando no sólo su dinero en la adquisición de éstos, sino también su confianza, a cambio de obtener un interés sobre el dinero invertido. Además, no hay que dejar de considerar que, cuando hablamos de inversionistas no hablamos de personas completamente desprotegidas, aunque si bien es cierto existen, no podríamos generalizar que la mayoría carece de algún conocimiento del mercado o tienen una

³⁴ SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo, “La Regulación en el Mercado de los Valores Mobiliarios”, *Themis*, N° 40, 2000, pp. 39-40.

imperiosa necesidad de tutela estatal. Es por ello que podemos afirmar que éstas son personas que saben cómo manejar su dinero (de ahí que tengan excedentes), saben una regla tan simple de la inversión que es *el que más arriesga, más gana*; por lo tanto, saben asumir riesgos con consecuencias positivas o negativas, fruto de sus decisiones. Consideramos que lo que ellos necesitan son reglas claras que les permitan prever consecuencias certeras de sus actuaciones, más que regulaciones proteccionistas e interpretaciones a su favor, por lo que hacia ello debería apuntar una regulación pro-inversionistas.

Por otro lado, ¿qué es exactamente la confianza en los mercados?, el otro concepto del cual se discute y se pone, hasta cierto punto como contraparte de la “protección” que quieren hacer del inversionista. Consideramos que la confianza en los mercados, en condiciones normales, se encuentra en interdependencia con la tutela al inversionista, es decir, ambos no son conceptos aislados o contrapuestos, sino más bien, conceptos interdependientes, toda vez que un mercado de valores en el cual se respeten las normas y se cumplan de manera cabal protegerán, como consecuencia de ello, no sólo al mercado *per se*, sino a los inversionistas también. En tal sentido, no podemos dejar de reconocer que tanto la eficiencia de los mercados de valores (o su buen funcionamiento) hará que el inversionista confíe más en él, y viceversa. Un inversionista con reglas claras y seguridad normativa hará que el mercado crezca y se desarrolle, por una cuestión tan simple, como es el incentivo que originará sobre otros inversionistas, los cuales querrán gozar de los mismos beneficios que tiene el primer inversionista.

Por lo tanto, la conclusión a la que arribamos respecto a este punto es que la protección al inversionista y al Mercado de Valores, son dos fines en sí mismos, debiéndose admitir, en casos muy excepcionales, la prioridad a favor de alguno de ellos, dependiendo de las circunstancias, lo cual siempre, en último término, será discutible desde la óptica de los intereses en juego, pero tendrá un mayor soporte si se puede demostrar que después de un análisis costo-beneficio, los beneficiados serán la mayoría.

Así, en la búsqueda del beneficio general, existirán algunas normas por las cuales se puedan ver afectados los inversionistas, lo que haría como consecuencia

lógica, que su confianza en el mercado se reduzca, pero no necesariamente desaparezca.

Teniendo estas ideas claras, concluimos que más que una pugna en saber a quién debe proteger la regulación del Mercado de Valores, si al inversionista o al mercado en *sí mismo*, consideramos que se debe regular buscando el beneficio de la mayor cantidad posible de agentes participantes. El proteger al mercado como un ente abstracto suele confundir, por lo que desde nuestro humilde parecer es mejor que los argumentos aterricen a la realidad y por ello, que se opte por una regulación que protege al inversionista, pero visto éste como una participante del Mercado de Valores, es decir, en su real sentido y no con una visión paternalista del mismo. En ese sentido, toda norma que se crea tiene un objetivo y su realización, lógicamente que beneficiará a algunos y en ocasiones, tendrá costos para otros. Lo que se busca es que los beneficios recaigan sobre la mayor cantidad de personas posible y los eventuales costos sobre agentes que sean los menos y que los puedan soportar. Cuestión de costo-beneficio.

8. ¿Quién debe regular el Mercado de Valores?

Partiendo de la idea de que al hablar del Mercado de Valores nos referimos inevitablemente a un juego contrapuesto de intereses privados que redundan en un interés social, no podemos dejar de lado las importantes funciones regulatorias que el Estado debe cumplir.

En nuestro caso, la regulación del mercado de valores peruano se ha desarrollado bajo la influencia del modelo norteamericano, esencialmente en dos niveles: una ley o leyes principales marco, y un conjunto extenso de normas reglamentarias emanadas de un órgano especial con facultades regulatorias (es decir, una Comisión Nacional de Valores, que para nuestro país sería la novísima SMV). No obstante, en los diversos esquemas regulatorios, hoy en día también se reconocen que la atribución regulatoria del Estado, puede ser delegada en ciertas materias y compartida sobre la base de criterios, no necesariamente legales, tales como la disminución de los costos u otras consideraciones, dando paso a la llamada autorregulación de los participantes en el mercado de valores.

Teniendo en cuenta ello, es decir, qué temas deben ser regulados por el Estado y qué temas son susceptibles de ser autorregulados por los mismos participantes del mercado, Arthur Andersen, identifica dos tipos de regulaciones, siendo éstas: la regulación de estructura (también denominada regulación “macro”) y la regulación de comportamiento (o regulación “micro”). Según el autor, en la regulación de estructura se determina principalmente la organización del mercado y se fijan las condiciones mínimas de acceso al mismo, justificadas por el interés de asegurar la solvencia de los participantes en el mercado (como las normas sobre el capital mínimo). Mientras que, en la regulación de comportamiento (o regulación micro), se determinan las operaciones que pueden realizarse en el mercado, la actuación de los agentes que intervienen en el mismo (incluyendo a las empresas emisoras), entre otros temas. Por ello, atendiendo a esta diferenciación, se sostiene que la regulación macro o de estructura debería ser dada por el Estado, mientras que la regulación micro o de comportamiento debería estar a cargo de los entes privados como las bolsas de valores³⁵.

9. La Hipótesis del Mercado de Capital Eficiente

Consideramos que esta hipótesis debe ser desarrollada ya que tiene una estrecha relación con respecto a la eficiencia del mercado y con su regulación. En tal sentido, debemos indicar que la “*Hipótesis del Mercado Eficiente*” pertenece a las teorías norteamericanas post-revisionistas introducida por el profesor E. F. Fama en su obra “*Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work*”.

Por otra parte muchos consideran que el hecho de que los mercados de valores fueran eficientes fue descubierto por un investigador llamado Maurice Kendall, un estadístico que en 1953 presentó una investigación realizada para descubrir secuencias en los precios de ciertos productos de los valores. El resultado fue no descubrir un ciclo homogéneo, sino más bien concluir que los precios de los valores se movían aleatoriamente (*random walk*), de forma tal, que el movimiento en los precios en un determinado momento con el movimiento de los precios de otro momento³⁶.

³⁵ ANDERSEN, Arthur, *Comentarios acerca de la autorregulación bursátil*, Lima, 1997, p. 14.

³⁶ BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C., *Principios de Finanzas Corporativas*, 4^{ta} ed., Mc. Graw Hill, Madrid, 1993, pp. 347-348..

El desarrollo de la hipótesis del mercado de capital eficiente se centra en la afirmación general de que los precios de los valores mobiliarios se forman gracias a la incorporación de toda la información relevante y disponible relacionada tanto con el valor de que se trate como con el mercado en general. De esta forma, si el mercado es eficiente, los precios de los valores se formarán inmediatamente gracias a la publicidad de toda nueva información que acceda al mercado, modificándose los precios sucesivamente ante la aparición de nueva información disponible.

Payet afirma que un mercado eficiente “es aquel en que la interacción de un gran número de compradores y de vendedores da como resultado precios que reflejan toda la información disponible públicamente sobre los bienes que se negocian y que reaccionan de manera virtualmente instantánea para reflejar la nueva información tan pronto como ésta se hace disponible”. *Contrario sensu*, en un mercado ineficiente “la nueva información se refleja sólo gradualmente en los precios, el cambio de precios resultante se produce sólo gradualmente (...), por lo que sólo algunos compradores y vendedores podrán hacer uso de dicha información en su provecho³⁷.”

La doctrina distingue, basándose en estudios económicos anteriores tres niveles de eficiencia en el mercado: una eficiencia débil (*weak*), una eficiencia semi-fuerte (*semi-strong*) y una eficiencia fuerte (*strong*)³⁸.

a. La versión de eficiencia débil

El primer nivel de eficiencia existe cuando un mercado refleja en sus precios actuales los precios pasados o el precio histórico y los datos de ganancia pasados, es decir, toda la información contenida en los precios pasados de un valor sobre los precios futuros del mismo ya se ha reflejado en el precio actual. El estudio de Kendall, referido líneas atrás, así como otros estudios, demuestra que el mercado de valores es eficiente en el sentido débil del término³⁹.

b. La versión de eficiencia semifuerte o medio

El nivel de eficiencia medio corresponde a un nivel de eficiencia mayor, y se da en aquel mercado que, además de incorporar en los precios actuales la información

³⁷ PAYET, José Antonio, “Razones para regular el Mercado de Valores”, *Themis*, N° 33, 1996, pp.97-98.

³⁸ JONES, Charles P., *Investments. Analysis and Management*, John Wiley & Sons, INC, 1994, p. 627 y

ss

³⁹ BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C., *op.cit.*, p. 353.

pasada refleja también toda la información pública y disponible, como ganancias, dividendos, desarrollo de nuevos productos, dificultades de financiación, entre otros⁴⁰. Por lo que se puede decir que un mercado que incorpora rápidamente toda esta información en los precios muestra una semifuerte forma de eficiencia. Algunos consideran que los mercados desarrollados son eficientes en el sentido semifuerte.

c. La versión de eficiencia fuerte

Este nivel de eficiencia corresponde al más alto nivel que se puede lograr. En éste los precios además de toda la información anterior, reflejan aquélla que puede adquirirse a través del análisis de la sociedad y de la economía, es decir, refleja completamente toda la información pública o no pública⁴¹.

A fin de lograr una versión de eficiencia fuerte, la información debe llegar al mercado con el menor costo posible, por ello es necesario incluir un deber de información a aquellos sujetos que la tengan (es decir, los emisores) y crear amplios y efectivos mecanismos para su difusión, procesamiento y distribución.

Por otra parte, es importante también evitar algunas interpretaciones erróneas sobre esta teoría. Principalmente, no debe caerse en el error de creer que esta teoría permite predecir el precio futuro de las acciones; sino que simplemente implica que los precios reflejan la información disponible que está en el mercado. Sería erróneo, como hacen algunos autores, entender por información disponible toda la información en sentido abstracto.

No obstante lo expuesto, existen algunas opiniones que no dan mayor crédito a esta teoría debido a la existencia de crisis, como la de 1987, la de 1929 o la que recientemente evidenciamos, ya que consideran que se brindó información y no obstante, dichas crisis se produjeron. Otros, rebatiendo dicha opinión consideran que las causas de aquellas crisis fue la falsedad de dicha información y que, por lo tanto, el precio no se formó correctamente.

10. Vigencia de la regulación del Mercado de Valores

⁴⁰ *Ibidem*

⁴¹ JONES, Charles P., *op. cit.*, p. 627 y ss.

A fin de hacer un balance respecto a la vigencia que tiene hoy la regulación del mercado de valores, describiremos la situación pasada y presente de los Estados Unidos, toda vez que su mercado es uno de los más grandes del mundo y donde se han visto mayores vaivenes de la regulación, plasmando con ella, la conocida “*Ley del Péndulo*”.

Antecedentes legislativos que no nos es permitido obviar, son la “*Securities Act*” de 1933 y la “*Securities Exchange Act*” de 1934, normas que formaron parte del Programa del *Welfare State* o Programa del Estado de Bienestar Americano y que no han corrido la misma suerte de muchas otras, tales como la “*Nacional Industrial Recovery Act*”⁴², la cual junto a otras se declararon inconstitucionales⁴³. Otras cayeron en desuso, como la “*Robinson-Patman Act*”⁴⁴, mientras que otras fueron tantas veces modificadas que hoy distan del modelo original de las que fueron dadas. Incluso, algunas de las leyes como las referidas a temas de comunicaciones y transporte que se enmarcaron también en el Programa del Estado de Bienestar perdieron apoyo político y fueron reemplazadas por la desregulación. Sin embargo, hoy en día en Estados Unidos, la regulación del mercado de valores, ha mantenido no sólo su apoyo, sino también su estructura. Es más, han existido iniciativas después de la crisis que refuerzan su autoridad.

Los profesores Easterbrook y Fischel nos dicen que la regulación ha tenido y sigue teniendo dos componentes básicos; una prohibición contra el fraude y requisitos de revelación de información en la emisión de valores y posteriormente, revelación obligatoria de manera periódica. Y que el principio que domina la regulación del

⁴² Conocida como NIRA, por sus siglas en inglés. Es oficialmente conocida como el Acta del 16 de junio de 1933. Fue el estatuto americano que autorizaba al Presidente de los Estados Unidos regular la industria y el permiso de los cárteles y monopolios en un intento por estimular la recuperación económica y establecer un programa nacional de trabajos u obras públicas. Esta legislación fue promulgada en el programa del *New Deal* por el Presidente Franklin D. Roosevelt.

⁴³ El 27 de mayo de 1935, el Presidente del Tribunal Supremo, Charles Evans Hughes escribió para una Corte del Tribunal de Justicia unánime en el caso *Schechter Poultry Corp. v. United States* 295 US 495(1935) que el título I de la Ley Nacional de Recuperación Industrial (INRA, por sus siglas en inglés) era inconstitucional.

⁴⁴ La *Robinson-Patman Act* de 1936 (o Ley Antidiscriminatoria de Precios) es la ley federal de los Estados Unidos que prohibió las prácticas anticompetitivas por parte de los productores, específicamente la discriminación de precios.

mercado de valores es que cualquiera que esté dispuesto a revelar cosas correctas, puede vender o comprar cualquier cosa y a cualquier precio que el mercado indique⁴⁵.

Muchos consideran que la situación descrita encuentra su respuesta en los antecedentes históricos que es harto conocido, tales como la Crisis de 1929, ya que hasta el año de 1920, año en el cual se crea el interior del Departamento de Agricultura Americano la Administración de Granos (luego fusionada y convertida en la Autoridad Supervisora de la Bolsa de Productos), no existía en Estados Unidos regulación federal de los mercados de valores. Garza refiere que esta situación originó “*toda clase de prácticas: unas regulares, otras legales; aunque no morales, y (...) unas últimas francamente delictivas*”⁴⁶ que aunado al hecho de contar con un público que no tenía noticias de las cosas o ignaro, o que no se preocupaba por tenerlas hacía que el problema se agravase aún más.

Dentro de esas prácticas irregulares que condujeron a la crisis de 1929, entre otras pueden mencionarse aquellas, conocidas y pasibles de sanción que consistían en realizar frecuentes y voluminosas compras y ventas mediando un acuerdo del mismo valor, con el fin de incrementar su precio. En tal sentido, Morison señala que “Un grupo de personas se reunían, compraban un buen número de acciones de no importa qué, y luego las comerciaban una y otra vez, aumentando el precio y atrayendo a otras personas que esperaban ganar dinero con la especulación. Cuando el precio llegaba a un punto, los miembros del *pool* se salían del mercado vendiendo sus títulos, tomaban sus utilidades y dejaban a los incautos que recibieran el golpe de la baja”⁴⁷.

Otra de las prácticas era el utilizar rumores, noticias vagas y confusas con el fin de manipular los precios. Morison, añade por ejemplo, que los corredores que vendían a la baja circulaban rumores de que la compañía estaba mal administrada o sobrecapitalizada, por lo que el precio bajaba aún más. O en otros casos, cuando se trataba de subir los precios se organizaban fusiones para el efecto, pues esta noticia originaba normalmente una subida en los precios. Otra mala práctica bursátil fue la autocompra que algunas empresas realizaban de sus propios títulos. Esta práctica era

⁴⁵ EASTERBROOK, Frank H. y FISCHER, Daniel R., “Divulgación Obligatoria y la Protección a los Inversionistas”, *Themis*, N° 46, 2002, pp. 165-193.

⁴⁶ GARZA BERLANGA, Rafael, *Autorregulación de la intermediación financiera*, México: Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas A.C., 1991, p. 34.

⁴⁷ GARZA BERLANGA, Rafael, *op. cit.*, p. 36.

considerada legal, pero no ética. La operación consistía en comprar sucesivamente una cierta cantidad de títulos emitidos por la misma empresa hasta que el precio subiera. Cuando llegaba a un determinado nivel se revendían los títulos a una empresa distinta y ésta a su vez al público.

Por último, existieron prácticas probadamente delictivas como la falsificación de bonos del gobierno italiano por el sueco Ivar Kreuger. Al respecto, Morison señala que Ivar Kreuger (...) fue capaz de comprar compañías norteamericanas, como la de cerillos Diamond, y emplear a la firma bostoniana Higgins & Company como su válvula de escape. Los inversionistas, así como los especuladores, atraídos por su respaldo respetable, compraron 250 millones de sus títulos sin valor; aún la Universidad de Harvard tuvo una buena tajada de valores de Kreuger & Toll en su tesorería. Cuando éste, fue finalmente descubierto, se suicidó en 1932⁴⁸.

El estudiar, de manera panorámica, la regulación de Estados Unidos y bajo qué comportamientos se llega a regular su Mercado de Valores, nos da la idea de la aquella afirmación de la “*Ley del Péndulo*” de la Regulación, por la cual existen estadios en donde la regulación casi no se percibe, por lo que actos como los descritos en los párrafos anteriores, pueden realizarse sin ningún problema. No obstante, una vez que salen a la luz y se perjudican muchas personas, la regulación aparece, cual péndulo que se mueve para el otro lado.

Consideramos que la regulación del Mercado de Valores, debe procurar estar siempre en vigencia, y es que aceptar tener una *Ley del Péndulo* en la regulación, es adoptar una política de indiferencia e irresponsabilidad, que conlleva por un lado, aceptar que muchas personas se vean afectadas en un determinado momento; y por el otro, que otras cuántas se aprovechen para enriquecerse, haciendo que una minoría se vea beneficiada injustamente.

11. Interrelación de regímenes aplicables a la emisión de valores negociables: Derecho Societario y Derecho de Mercado de Valores

⁴⁸ *Ibidem*, p. 39.

El Derecho Societario constituye, sin duda, una de las partes más genuinas del Derecho Mercantil, siendo por ello mismo, una de las materias que más interés despierta entre los estudiosos de esta rama jurídica. En esta parte del estudio hemos querido analizar la interrelación existente entre el Derecho Societario y el Derecho del Mercado de Valores, ya que no es de extrañar la fuerte vinculación que existe y/o debería existir entre ambos.

El hablar de los emisores, los intermediarios, los valores que se negocian y las operaciones que se realizan en el Mercado de Valores, nos remiten necesariamente al conocimiento detallado de nuestra LGS, de ahí la importancia de que ésta se constituya como un cuerpo de normas debidamente sistematizado a través del cual se puedan resolver las dudas que pudieran generarse en el desenvolvimiento de operaciones o relaciones en el Mercado de Valores.

En el mismo sentido, Tapia Hermida señala que la delimitación del Derecho del Mercado de Valores puede realizarse conforme a un triple criterio. El primer criterio, bajo una delimitación subjetiva, por cuanto sus normas se refieren a tres tipos de sujetos, siendo éstos, los emisores de valores, los intermediarios y los inversores. El segundo criterio, bajo una delimitación objetiva, puesto que pueden marcarse los límites del mercado de valores por referencia a los valores mobiliarios que se negocian y a los instrumentos de inversión. Finalmente, como tercer criterio se encuentra la delimitación funcional, la cual permite distribuir y delimitar las normas del Mercado de Valores por referencia al mercado primario de valores o de colocaciones, en donde se produce la adquisición originaria (por regla general) de valores mobiliarios o instrumentos financieros; y al mercado secundario de valores, en donde se producen las adquisiciones derivativas de aquellos valores e instrumentos. Esta última delimitación funcional del Mercado de Valores nos lleva a destacar la conexión de Derecho de Mercado de Valores con el Derecho de Sociedades Mercantiles y, muy en particular, con el Derecho de Sociedades Anónimas puesto que, al principio del proceso de producción y distribución de los valores del que se ocupa el Derecho de Mercado de Valores, se encuentran las normas mercantiles sobre sociedades anónimas que son los principales productores de valores. De forma metafórica, Tapia Hermida señala que la ley que regula a las sociedades anónimas junto a otras relacionadas establecen los

“manuales de control de calidad” para producir los principales tipos de valores mobiliarios que son las acciones y las obligaciones en sus muy variadas especies.

Alonso Espinosa nos dice que la “opción por la cultura de transparencia”, visto como sistema protector de los inversores en el ámbito de los mercados primarios de valores supone la última fase en la evolución de las fórmulas de protección del inversor en valores negociables. Sin embargo, nos recuerda que las primeras manifestaciones jurídicas en materia de protección de los inversores en sede de suscripción de valores negociables se encuadran en el ámbito general del Derecho de Sociedades y, más específicamente, en el seno del Derecho de Sociedades Anónimas⁴⁹. La sociedad anónima es la sociedad emisora de valores por antonomasia y en torno a ella se ha desarrollado el actual Derecho de Mercado de Valores, el cual, en una parte importante, constituye un especial y sectorial Derecho de Sociedades Anónimas de acuerdo con la perspectiva representada por intereses distintos a los propios del socio de una sociedad, desde una óptica tradicional⁵⁰.

Es interesante la analogía que hace Zurita y Sáenz de Navarrete, citado por Alonso Espinosa, del Derecho de Sociedades y el Derecho de Mercado de Valores cuando afirma que ambos son como una especie de círculos secantes cuya parte común implica una necesaria coordinación político-legislativa en el desarrollo normativo de las instituciones, coordinación que, por otra parte, se ha echado de menos en los procesos legislativos de reforma del mercado de valores y del derecho de sociedades, respectivamente⁵¹.

En tal sentido, la diferencia entre estos dos sectores del Derecho mercantil radica en sus respectivas metas y, a la vez, puntos de partida. Mientras el Derecho de Sociedades Anónimas parte, sobre todo, del accionista como centro del sistema de esa organización que da como resultado a la sociedad anónima, el Derecho de Mercado de Valores considera al inversor como centro del sistema y trata de lograr su protección a

⁴⁹ ALONSO ESPINOSA, Francisco José, *Mercado primario de valores negociables. Un estudio en torno al R.D. 291/1992, de 27 de marzo*, Barcelona: José María Bosch Editor, S.A., 1994, p. 41.

⁵⁰ BERCOVITZ, Alberto, *El Derecho del mercado de capitales*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1988, pp. 67-69.

⁵¹ ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el nuevo régimen de la fundación sucesiva de la sociedad anónima, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas I. La fundación*, Madrid, 1991, pp. 664 y ss.

través de fórmulas que rebasan las propias de la tutela societaria pero que, sin duda se entrecruzan con éstas en tanto y en cuanto, con frecuencia, coinciden posiciones de accionista e inversor⁵².

Citando a Paz-Ares, Alonso Espinosa, afirma que el Derecho de Sociedades se halla proyectado hacia la organización de las relaciones de los socios entre sí y de éstos con la sociedad en función del logro de una finalidad común concretada en el objeto social⁵³. Desde dicha situación de interés, el Derecho de Sociedades se configura como un derecho que se proyectará sobre la regulación de la entidad *jurídico-participativa* de la posición del socio en sus relaciones con el resto de los socios y con la sociedad, recibiendo el derecho económico fundamental del socio -la participación en el beneficio repartible- un tratamiento no específico dentro del conjunto representado por su posición jurídica; es el significado, en sentido amplio, que se resume en la expresión valor *de participación* respecto de las acciones.

En cambio, el Derecho del Mercado de Valores tiene como centro del sistema no al socio propiamente dicho sino al *inversor* en valores negociables (entiéndase, valores mobiliarios). Por lo tanto, la situación de interés a regular no va proyectada hacia la entidad *jurídico-participativa* del socio (aunque se trate de un inversor al tiempo socio) sino que se dirige más concretamente a satisfacer los intereses propios del inversor, esto es, la efectiva dotación de seguridad, rentabilidad y liquidez a su inversión, dejando eclipsada la faceta “socio” que también, según la clase de valor, puede confluir en la persona del inversionista. Por consiguiente, el Derecho de Mercado de Valores se proyecta prioritariamente hacia la protección de las expectativas puramente *económicas* inherentes a quien invierte dinero en valores negociables. No existe una hipotética finalidad común entre los inversores en un mismo valor traducible en un objeto social porque entre ellos no existe, en puridad, una relación societaria, aunque, por ejemplo se trate de inversiones en acciones de la misma sociedad. Los inversores no tienen conciencia de asociarse y, por consiguiente, colaborar organizadamente en pro de unos objetivos comunes. Su consideración por tanto, como accionistas o socios desde una perspectiva jurídica puede conducir a deficiencias en la

⁵² ALONSO ESPINOSA, Francisco José, *Mercado Primario de Valores Negociables. Un estudio en torno al R.D. 291/1992, de 27 de marzo*, Barcelona: José María Bosch Editor S.A., 1994, pp. 41-42.

⁵³ PAZ-ARES, Cándido, *Comentario del Código Civil*, t. II, Madrid, 1991, p. 1299.

regulación en cuanto no es la puramente societaria la situación de interés jurídicamente protegible, sino que entre los inversores en valores existe, más bien, una situación de *interés común* representada por la consecución de las expectativas económicas objetivas derivadas de la inversión en dinero en un concreto valor negociable. Esta faceta o situación de interés es la que trata de regular el Derecho de Mercado de Valores⁵⁴.

No obstante, es preciso señalar que la LMV tiene un ámbito de aplicación estricto o, en palabras de la LMV, un alcance en la que quedan comprendidas las ofertas públicas de valores mobiliarios y sus emisores, los valores de oferta pública, los agentes de intermediación, las bolsas de valores, las instituciones de compensación y liquidación de valores, las sociedades titulizadoras, los fondos mutuos de inversión en valores, los fondos de inversión y, en general, los demás participantes en el mercado de valores, así como el organismo de supervisión y control. Excepto mención expresa en contrario, sus disposiciones no alcanzan a las ofertas privadas de valores⁵⁵. Por lo que cuando estemos ante ofertas privadas y no exista mención expresa que las disposiciones no la alcanzan, primará la regulación de la LGS.

En tal sentido, si el fin es lograr que nuestro Mercado de Valores se desarrolle cada vez más, será necesario reforzar la interrelación de éste con el de Derecho Societario. De ahí que, llame nuestra atención el hecho de que se dicten normas aisladas, tal y como es la Ley N° 29720⁵⁶, *Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales*, anexa a la presente tesis (véase, *Anexo N° 8*), en la cual se han dispuesto normas que tratan acerca de los siguientes puntos:

1. “Aumento de capital por oferta pública”, la cual se encuentra de esta manera sumillada, sin embargo, trata acerca de la emisión y transferencia de certificados

⁵⁴ ALONSO ESPINOSA, Francisco José, *op. cit.*, p. 42

⁵⁵ **“Artículo 1° de la LMV.- Finalidad y alcances de la Ley**

La finalidad de la presente ley es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista.

Quedan comprendidas en la presente ley las ofertas públicas de valores mobiliarios y sus emisores, los valores de oferta pública, los agentes de intermediación, las bolsas de valores, las instituciones de compensación y liquidación de valores, las sociedades titulizadoras, los fondos mutuos de inversión en valores, los fondos de inversión y, en general, los demás participantes en el mercado de valores, así como el organismo de supervisión y control. Salvo mención expresa en contrario, sus disposiciones no alcanzan a las ofertas privadas de valores.”

⁵⁶ Publicada en El Peruano el día 25 de junio de 2011.

de acciones en un aumento de capital por oferta pública primaria. Consideramos que en vez de haber sido regulada en esta Ley, bien pudo ser tratada en el artículo 87° de la LGS, la cual se encuentra sumillada bajo el título de “emisión de certificado de acciones”;

2. El segundo artículo de esta Ley se encuentra sumillada como “Emisión de obligaciones por oferta pública y privada” y trata de la exención de la aplicación del artículo 305° de la LGS, la cual establece parámetros para la emisión de las obligaciones de una sociedad. Considero que esta exención bien podría haberse situado en el mismo artículo 305° de la LGS; o en el artículo 54° o en el artículo 92° de la LMV, las cuales se encuentran sumilladas como requisitos para la inscripción del valor y como los deberes del representantes de obligacionistas, respectivamente;
3. El tercer artículo de esta Ley, bajo la sumilla de “Responsabilidad social de los administradores”, extiende una responsabilidad a los directores y gerentes de los emisores por los daños y perjuicios que ocasionen a la sociedad, siempre que sea determinado por el Juez competente. Esta responsabilidad considero que pudo también ser tratada en el artículo 177° de la LGS, la cual está sumillada como responsabilidad de directores y se encuentra en interdependencia con el artículo 189°, el cual trata acerca de la responsabilidad de los gerentes;
4. Finalmente, el último artículo de la referida Ley, se sumilla “Pretensión social de responsabilidad” y establece los supuestos en los que se puede activar la pretensión de responsabilidad contra cualquier director de una sociedad anónima abierta cotizada. Este artículo hace remisión al artículo 181° de la LGS, donde considero que tuvo que encontrarse descrita.

Como hemos indicado, nos parece una mala técnica legislativa la utilizada con la Ley N° 29720, *Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales*, ya que como hemos podido observar en cada uno de los temas que no se han referido a una modificación directa a la LMV y en las que sí se ha tenido que modificar la LGS, no se ha hecho. Lamentablemente, esta situación nos conduce a

tener normas aisladas, desordenadas y sin sistemática en nuestra legislación peruana, en general; y, en nuestra legislación societaria, en particular.

CAPÍTULO III

EL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO Y LAS POSICIONES DOCTRINALES QUE EXPLICAN SU REGULACIÓN

1. Introducción

Si bien la presente tesis tiene como objetivo principal hallar el fundamento de la OPA, no debemos perder de vista que ésta se enmarca dentro de un mecanismo de toma de control para sociedades anónimas abiertas cotizadas y no para todas las sociedades, en general. No obstante, consideramos necesario realizar un análisis doctrinario y legal de las tomas de control de las sociedades en general, para de esta manera conocer el porqué de la regulación de este mercado formado por las tomas de control.

En tal sentido, en este capítulo, estudiaremos las diversas definiciones dadas por la doctrina, las clasificaciones que se han hecho sobre los distintos grados de tomas de control, los presupuestos básicos para la formación y desarrollo del mercado de control societario, las funciones que cumple este mercado y las diferentes posiciones doctrinales que explican la regulación que se aplican sobre éste.

2. Definiciones de Control Societario y la génesis del mercado que se origina en torno a él

En doctrina, predominantemente extranjera, muchas definiciones se esgrimen respecto al control societario. Una de ellas es la señalada por Anna Maria Sala I Andrés cuando cita a Bruno Opettit, cuyo concepto de control societario lo define como “el derecho a decidir en las juntas generales y a dar instrucciones a la dirección gracias a los derechos que se atribuyen a los titulares de acciones”¹.

Otra definición de control societario es la esbozada por Weinberg y Blank, quienes refieren que una persona o un grupo de personas tendrán el control societario, cuando ésta o este grupo de personas sean titulares de un número suficiente de acciones con derecho a voto que le permitan tomar las decisiones de una sociedad de acuerdo con sus deseos². Berle y Means hacen lo propio al señalar que el concepto de control en

¹ OPETTIT, Bruno, “La prise de contrôle d’une société au moyen d’une cession d’actions”, *Juris Classeur Périodique*, 1970, p. 2361; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *Las O.P.A.s Obligatorias Ordinarias*. Barcelona: José María Bosch Editor, 2000, p. 33.

² WEINBERG, M. A. and BLANK, M. V., *Take-overs and Mergers*, 5^{ta} ed., London: Sweet & Maxwell, 1989, p. 1015; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *Las O.P.A.s Obligatorias Ordinarias*. Barcelona: José María Bosch Editor, 2000, p. 33.

una sociedad está directamente relacionado con el principio mayoritario que rige en las tomas de decisión de los órganos sociales³.

Galgano establece como sociedades controladas a las siguientes: i) las sociedades en las cuales otra sociedad, en virtud de las acciones o cuotas poseídas, dispone de la mayoría exigida para las decisiones de la asamblea ordinaria; ii) las sociedades que se encuentran bajo la *influencia dominante* de otra sociedad en virtud de las acciones o cuotas poseídas por ésta o de particulares vínculos contractuales con ella; iii) las sociedades controladas por otra sociedad mediante las acciones o cuotas poseídas por las sociedades controladas por ésta. A partir de ellas elabora una serie de conceptos entre los que se encuentran; el control de derecho y el control de hecho. El *control de derecho*, será aquel en que una sociedad dispone del cincuenta por ciento más uno del capital de otra sociedad. Mientras que para que se configure el *control de hecho*, se requerirá, en primer lugar, el control accionario “de hecho”, o sea el control minoritario que se hace posible por el ausentismo de los accionistas⁴.

En esa línea, Galgano además hace referencia al control indirecto, el cual existe, según éste, por la interposición, entre la controlante y la controlada, de una tercera sociedad, controlada por la primera y controlante (de) la segunda⁵.

Como podemos observar de esta muestra de conceptos que existen en torno al concepto de control societario, varios son los autores que se han preocupado por dar una definición, y ello es así porque, en efecto, el concepto goza de relevancia, toda vez que saber quién posee el control en una sociedad podrá orientarnos a conocer cuál es la política que se sigue en dicha sociedad, cómo se desarrollará los planes a futuro, quiénes serán los encargados de desarrollar dichos planes, cuál es el grado de responsabilidad social que se aplica, entre otros temas.

³ BERLE, A. y MEANS, G., *The Modern Corporation & Private Property (with a new introduction by Weidenbaum and Mark Jensen)*, New Brunswick: Transaction Publishers, 1991, p. 66; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *Las O.P.A.s Obligatorias Ordinarias*. Barcelona: José María Bosch Editor, 2000, p. 33.

⁴ GALGANO, Francesco, *Derecho Comercial, Las Sociedades*, Volumen II, Bogotá: Editorial Temis S.A., 1999, p. 305.

⁵ GALGANO, Francesco, *op. cit.*, p. 305.

El poder de decisión en una sociedad no está reservado siempre a quien es titular de la mayoría de las acciones, sino que como ya hemos visto, debido a la existencia de distintas estructuras accionariales y al mismo comportamiento de los accionistas, pueden distinguirse diversos grados o tipos de control. En ese sentido, en el siguiente punto desarrollaremos la clasificación sobre los distintos grados de control según los profesores Berle y Jeans; y, Weinberg y Blank.

3. Clasificación sobre los distintos grados de control

3.1. Clasificación según Berle y Means⁶

Según nos refiere Sala I Andrés, Berle y Means, fueron los primeros en esbozar una clasificación sobre los distintos grados de control que pueden existir en una sociedad anónima y ésta apareció en la mítica obra de los profesores, publicada por primera vez en 1933⁷, en la cual afirman que el control podía realizarse por los siguientes medios:

- a. la propiedad completa de las acciones cuando se trata de una sociedad cerrada;
- b. el control mayoritario en aquellas sociedades donde aparece el primer grado de separación entre propiedad y control;
- c. el control por recursos o medios legales, donde se ejerce sin tener una mayoría al utilizarse medios legales previstos en la regulación societaria tales como: la sindicación de acciones, las acciones múltiples, entre otras.
- d. el control minoritario que permite la gestión de una sociedad a aquel individuo o grupo de individuos que tienen una propiedad mínima de acciones gracias a la gran dispersión accionarial que existe y a la inexistencia de un núcleo de control;
- e. el *management control*, donde son los administradores los que controlan la sociedad debido a la existencia de una gran dispersión de la propiedad que imposibilita la existencia de una minoría suficiente para dominar esa sociedad.

⁶ BERLE, A. y MEANS, G., *op. cit.*, 66-84; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *Las O.P.A.s Obligatorias Ordinarias*. Barcelona: José María Bosch Editor, 2000, p. 33.

⁷ BERLE, A. y MEANS, G., *The Modern Corporation & Private Property (with a new introduction by Weidenbaum and Mark Jensen)*, New Brunswick: Transaction Publishers, 1991, p. 66.

3.2. Clasificación según Weinberg y Blank⁸

Los profesores Weinberg y Blank propusieron una clasificación parecida a la anterior, en la cual se distinguen cuatro tipos de control teniendo en cuenta la propiedad que debe poseer un accionista para ejercerlo:

- a. la propiedad completa de las acciones;
- b. el control por mayoría de votos, que tendrá lugar cuando una persona tiene acciones que le dan la mayoría de los derechos de voto ejercitables en una Junta. No obstante, debemos tener en cuenta que, debido a distintos medios legales, como las acciones sin voto o la limitación de voto, una persona puede ejercer la mayoría de los derechos de voto poseyendo simplemente una pequeña parte del capital;
- c. el control efectivo o minoritario que será ejercido por medio de la propiedad de pocas acciones gracias a la gran dispersión del resto de acciones entre un gran número de accionistas y a la utilización de otros medios como la sindicación de votos;
- d. *management control* donde el control se realiza por medio de la sindicación de voto ya que existe una inercia de los accionistas que permite a los administradores mantener el control mientras el accionariado está muy disperso.

Con respecto al *management control*, categoría incluida en las clasificaciones de los profesores Berle y Means; y, Weinberg y Blank, no existe unanimidad doctrinal, ya que parte de ella considera que dicha categoría se trata de una situación excepcional, debido a que no existen sociedades donde la separación entre la propiedad y la administración sea tan extrema.

A modo de reseña, podemos indicar que a partir de los años cincuenta y sobre todo en los años sesenta existió un desarrollo cuantitativo de las tomas de control, entendidas como aquellas operaciones o procedimientos que permiten adquirir el control de los activos de una sociedad; ya sea de manera directa, al pasar de un propietario de esos activos; o, de manera indirecta, por medio de la adquisición de otra sociedad, lo cual provocó la aparición de un nuevo mercado, conocido como “mercado de control societario”, cuyo objeto de negociación no son bienes, sino el control de las

⁸ WEINBERG, M. A. y BLANK, M. V., *op. cit.*, p. 1015; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *Las O.P.A.s Obligatorias Ordinarias*. Barcelona: José María Bosch Editor, 2000, p. 34.

grandes sociedades anónimas. Demás está decir que este nuevo mercado, ha permitido asignar una nueva función jurídico-económica a estas operaciones y que dichas tomas de control, constituyen hoy por hoy uno de los fenómenos más interesantes que tiene repercusión no sólo en el ámbito del Derecho de Mercado de Valores, sino en el Derecho de Sociedades⁹.

4. Presupuestos básicos para la formación y desarrollo del mercado de control societario

Según Sala I Andrés tres son los presupuestos básicos para la formación y desarrollo de este mercado: la transformación del control en objeto de negociación, la aparición de los instrumentos necesarios para la valoración de este objeto de negociación y la eliminación de barreras de tipo técnico-societario¹⁰.

El primer presupuesto básico se refiere a la transformación del control en un objeto de negociación. Esto tiene lugar cuando su adquisición no precisa del consentimiento del órgano de administración de la sociedad, por lo que es fácil imaginarnos que se cumplirá siempre y cuando exista una gran dispersión accionarial, ya que se podría alcanzar el control en dicha sociedad sin necesidad de tener la mayoría de los derechos de voto. En efecto, cuanto menor sea el porcentaje de votos necesarios en la práctica para controlar una sociedad, más fácil será su obtención, como ocurre en una gran sociedad anónima con accionariado difundido¹¹.

El segundo presupuesto básico está referido al hecho de que existan instrumentos necesarios para la valoración del control. Este presupuesto va de la mano con la existencia de un mercado de valores que funcione eficientemente, lo que significa que los precios de las acciones en él negociadas, reflejen toda la información necesaria y disponible sobre la sociedad emisora, concordante con lo que se describió en la primera parte, es decir, que exista al menos, una versión semifuerte o medio del nivel de eficiencia del mercado. Teniendo este nivel de confianza se podrá afirmar que

⁹ ARRUÑADA, B., *Control y regulación de la sociedad anónima*, Madrid: Editorial Alianza, 1990, p. 28; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, pp. 34.

¹⁰ CRANSTON, R., *The Rise and Rise of the Hostile Takeovers*; en HOPT, K. y WYMEERSCH, E., *European Takeover. Law and Practice*, London: Butterworths, 1992, p. 88; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El control del poder societario en la gran empresa y la función disciplinar de las OPAs”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1992, pp. 681 y ss.; citados en: SALA I ANDRÉS, *op. cit.*, p. 35.

¹¹ MANNE, H., “Some Theoretical Aspects of Share Voting”, *Columbia Law Review*, N° 64, 1964, p. 1430; citado por SALA I ANDRÉS, *op. cit.*, p. 36.

el precio de las acciones asignado permitirá determinar el grado de competitividad de la empresa, la eficiencia de la gestión y el precio que debe pagarse por el control.

Como tercer y último presupuesto para la formación y desarrollo de este mercado de control societario, se encuentra la eliminación de barreras de tipo técnico-societario, que redundan en la eliminación de los obstáculos jurídicos y técnicos, tales como son los elevados costos que implican un proceso de toma de control, las férreas defensas de una administración reflejadas en acciones hostiles hacia los oferentes, por dar algunos ejemplos; los cuales son realmente óbices que impiden el desarrollo de la gran sociedad anónima y del mercado de valores en su conjunto, por lo que terminan afectando la realización de las operaciones de tomas de control.

Finalmente, aunque no se mencionen como presupuestos básicos a tener en cuenta para la formación y el desarrollo del mercado de control societario, creemos conveniente enunciar algunos de los problemas que impiden este desarrollo en América Latina, Italia, España y Francia, los cuales se han clasificado como problemas de tipo estructural, siendo éstos: la falta de capitalización bursátil, la propiedad bancaria, pública y familiar de las acciones, y las participaciones recíprocas. A diferencia de lo que ocurre en Alemania y Holanda, donde los principales problemas para la aparición de un mercado de control societario proceden del establecimiento de límites en el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas, de la exigencia de mayorías cualificadas y de las acciones especiales.

5. Funciones del mercado de control societario

Contrariamente a lo que se podría pensar, la teoría del mercado de control societario nos informa que la razón de ser de estas operaciones no se buscaba en la creación de nuevas sinergias, sino en el deseo de sustituir a los administradores ineficientes. En tal sentido, las tomas de control en este mercado se consideran muy positivas en cuanto evitan procedimientos concursales innecesarios, potencian la eficiencia de los gestores, dan una nueva protección a los accionistas o inversores sin control, aumentan la movilidad del capital, y generalmente, producen un reparto más

eficiente de los recursos, con la consecuente proyección positiva de los accionistas o inversores sin control¹².

Autores como Fischel afirman que las tomas de control realizan una doble función jurídico-económica, cumpliendo, por una parte, con la sustitución de una administración ineficiente; y, por la otra parte, al provocar una aprovechamiento más eficiente de los recursos sociales¹³.

No obstante lo expuesto con respecto a las funciones que parte de la doctrina les atribuye a las OPAs, considero que esta figura jurídica no sólo obedece a alguna función determinada, sino que se trata de una figura tan flexible que de acuerdo al contexto en el que se encuentre se ajustará a las necesidades que tenga aquel mercado. Sobre este punto se desarrollará en el Capítulo V.

6. Posiciones doctrinales que explican la regulación del mercado de control societario

Una vez que hayamos analizado el tema del control societario, es preciso engarzarlo con los modelos que han surgido a través del tiempo, los cuales se refieren a la regulación del control mismo y las distintas maneras de cómo regularlo.

En tal sentido, sin lugar a dudas, la década de los sesenta fue el contexto adecuado; y los Estados Unidos y Gran Bretaña fueron los dos grandes protagonistas que hicieron posible el nacimiento, desarrollo y también por qué no decirlo, el cuestionamiento hacia la forma de regular las tomas de control.

Por un lado, teníamos a la regulación norteamericana, que a pesar de haber sufrido ya las consecuencias de un *crack*, como fue el de 1929 se caracterizaba por seguir políticas liberales en distintos rubros y la regulación de la OPA no fue la excepción. Y por el otro, teníamos a Gran Bretaña que concebía de manera diferente a

¹² MANNE, H., “Mergers and the Market for Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 1965, p. 110; MARRIS, R., *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, 1964; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 38.

¹³ MANNE, H., *op. cit.*, pp. 110-112 y HANH, D., “Takeovers Rules in European Community: An Economic Analysis of Proposed Takeover Guidelines and Already Issued Disclosure Rules”, *International Review of Law and Economics*, 1990, pp. 132-133; citado por SALA I ANDRÉS, *op. cit.*, p. 39.

las tomas de control y por lo tanto, abogaba por una regulación mucho más conservadora.

En esta década, ante el deseo de adquirir una sociedad cotizada no existieron restricciones para el eventual adquirente de la sociedad objetivo, es decir, no existían dispositivos legales que obligasen a realizar dicha adquisición bajo un determinado procedimiento como la OPA, ni tampoco existía un límite legal que activara una obligación de hacerla. No obstante, cada vez eran más fuertes las voces críticas que denunciaban un eventual abuso hacia los accionistas minoritarios de dichas sociedades objetivo, que lamentablemente, se enteraban de dicha transferencia de acciones, cuando efectivamente comprobaban que existía ya un nuevo controlador dentro de la sociedad donde actuaban como accionistas o como inversionistas, y claro está, no habiendo sido partícipes del reparto de la prima de control que cada toma traía implícita.

Por lo tanto, se levantaron voces respecto a la tomas de control que se realizaban por medio de cesiones de control. Denunciar ello en aquel momento, era cuestionar la forma de contratar cuando se quería adquirir el control de una sociedad anónima cotizada, haciendo que con esta propuesta se abriera todo un debate; primero, en Estados Unidos que posteriormente se trasladó a Europa. Dicho debate se centró en determinar si las tomas de control producían o no efectos negativos sobre los accionistas minoritarios de la sociedad objetivo y, por lo tanto, si debía intervenir al mercado de control societario con el objeto de proteger los intereses de los accionistas minoritarios afectados, así como en el funcionamiento correcto del mismo; o, por el contrario, debería primarse la libertad en su desarrollo.¹⁴

En medio de este debate doctrinal, Sala I Andrés distingue tres corrientes diferentes¹⁵; la primera, aquella por la cual algunos autores consideran que las tomas de control sólo pueden tener lugar cuando son los mismos propietarios de la sociedad, es decir, los accionistas, quiénes deciden ese cambio y cuando todos puedan participar de la prima de control en condiciones de igualdad, ya que de lo contrario esas tomas serían opuestas a los intereses de los accionistas minoritarios. Esta primera tesis justifica la

¹⁴ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *Las O.P.A.s Obligatorias Ordinarias*, Barcelona: José María Bosch Editor, 2000, p. 45.

¹⁵ *Ibidem*, pp. 45-46.

prohibición o, al menos, la limitación de aquellos medios o técnicas de tomas de control que no permiten una participación igualitaria en la decisión de ese cambio o en el reparto económico de la prima de control¹⁶. Si bien esta corriente concluye en limitar aquellos medios o técnicas de tomas de control, en su vertiente más extrema, propone determinar cuál debe ser la forma de contratar, siendo ésta, a través de una OPA.

La segunda postura doctrinal, calificada como una postura intermedia, entiende que toda toma de control puede producir beneficios para los accionistas siempre que el mercado de control societario funcione perfectamente. De ahí que ésta no concluya en que se limiten las formas en que puede procederse a adquirir el control, sino que se propugne una regulación adecuada que permita asegurar las condiciones necesarias para que este mercado pueda desarrollarse y así cumplir su función¹⁷. Las consecuencias prácticas de esta corriente serían una mayor regulación con respecto a los principios que orientan el mercado de valores, es decir, una regulación que incida en el principio de transparencia, con especial énfasis en la técnica del *full disclosure*. Sala I Andrés, anota que la justificación a este tipo de regulación del mercado de control se halla claramente construida por las autoridades legislativas estadounidenses propulsoras de esta solución que se ha reflejado en la regulación federal de las tomas de control contenidas en la *Williams Act* de 1968.

Finalmente, como tercera postura, tenemos aquella que prioriza el respeto de la autonomía de la voluntad en los procesos de tomas de control, es decir, según esta corriente se puede utilizar de manera indistinta cualquier medio o técnica de toma de control ya que se tiene como premisa que toda toma de control se orienta aumentar el valor de las acciones a través de una gestión más eficiente por lo que su consecuencia mediata será un beneficio para todos los accionistas que conforman la sociedad¹⁸.

¹⁶ WEINBERG, M. A. and BLANK, M. V., *op. cit.*, pp. 1009-1013; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 45.

¹⁷ Si bien es cierto que pocos son los autores quiénes han desarrollado esta teoría, siempre en relación a la regulación estadounidense del mercado de control societario, encontramos a JENNINGS, R. W., MARSH, H. y COFFEE, J.C., *Securities Regulation. Cases and Materials*, 7th Ed., New York: The Foundation Press, Inc., 1992, p. 657; citados por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 46.

¹⁸ Entre los principales defensores de esta postura se encuentran MANNE, H., *op. cit.*, p. 119; EASTERBROOK, F. H. y FISCHER, D. R., *op. cit.*, p. 698; citado en SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 46.

6.1. Regulación material del mercado de control societario

La regulación material surge como respuesta al conjunto de teorías que, entendiendo que las tomas de control perjudican los intereses de los accionistas minoritarios de la sociedad objetivo, abogan por la regulación del mercado societario mediante una prohibición o, al menos, una limitación con respecto a las formas de adquirir el control.

Aunque parezca difícil de creer unas de las primeras respuestas en contra de las cesiones de control se dieron en Estados Unidos a finales de los años sesenta. Básicamente, estas prohibiciones se sustentaron en la aplicación de los principios del Derecho de Sociedades.

Inicialmente, un conjunto de autores norteamericanos intentaron imponer la idea de que las cesiones de control con prima eran ilegales *per se*, ya que éstas significaban una infracción del deber fiduciario de los administradores e, incluso, de los accionistas mayoritarios con la sociedad y con los accionistas minoritarios. De esta manera, siguiendo a esta teoría, los administradores que eran titulares de un paquete de acciones y los accionistas mayoritarios, no podían vender sus acciones a otra persona a un precio superior al del mercado ya que eso suponía una infracción de su deber fiduciario con la sociedad y con los accionistas minoritarios¹⁹.

Dos teorías fueron las que llegaban a esta conclusión y cuya diferencia estaba en la determinación de la causa de la infracción del deber fiduciario. La primera de ellas, denominada la teoría del *corporate asset*; y, la segunda, a la que nosotros hemos denominado, la teoría de la infracción fiduciaria.

6.1.1. Teoría del *corporate asset*

Bajo esta teoría se establece que el administrador y los accionistas mayoritarios no pueden apropiarse de la prima que se paga por el traspaso del control de una

¹⁹ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 47.

sociedad, ya que ese control es un activo de la sociedad (de ahí, la denominación de *corporate asset*) y su valor corresponde a la misma²⁰.

Con la afirmación precedente, se quería decir que, a pesar de reconocer que el derecho de voto está instituido para un provecho personal del accionista, el poder de voto agregado, esto es, el control, era una parte del mecanismo societario y debía formarse siempre en beneficio de la sociedad. Por tanto, ejercer ese control en beneficio particular era una violación del deber fiduciario con la sociedad, y el único remedio ante esta infracción era exigir la devolución del beneficio obtenido por el fiduciario a la sociedad, que era su propietaria²¹.

Una consecuencia de los enunciados anteriores nos daría el siguiente escenario: cuando el administrador o accionista mayoritario recibiera una oferta para vender su paquete de acciones debía, bajo esta teoría, proceder a informar a la sociedad y luego de ser informada, la sociedad sería la única que podría decidir sobre su disposición y, si la decisión era la venta del paquete de acciones, beneficiarse de su venta.

Como es obvio darse cuenta, las críticas a la teoría del *corporate asset*, no tardaron en presentarse y se centraron en cuestionar la afirmación que decía que el control era un activo social. El afirmar ello, decían, implicaba o bien modificar la naturaleza del derecho de voto, o bien la corporativización de la cesión de control, cuando esta última operación tan sólo se trataba de una simple cesión de acciones.

Interesante la opinión que muestra Sala I Andrés cuando dice que la sociedad no se pertenece a sí misma, por lo tanto el control no es de la sociedad ya que se trataría de un activo singular que no figura en el balance y el patrimonio de la sociedad aumentaría cada vez que el control cambiase de manos²².

²⁰ BERLE, A. y MEANS, G., *op. cit.*, pp. 207-252 y BERLE, A., “The price of power: Sale of Corporate Control”, *Cornell Law Review* 50, 1965, pp. 207-252; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 47.

²¹ BERLE, A. *op. cit.*, pp. 638-639; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 47.

²² ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La Oferta Pública de Adquisición (OPA)*, Madrid: Bolsa de Madrid, 1980, pp. 54 y ss.

6.1.2. Teoría de la infracción fiduciaria

Sala I Andrés tomando como referencia a Bayne nos dice que esta segunda teoría defendía que el pago de la prima de control tenía como objetivo inducir al accionista mayoritario o a un administrador a negociar la elección del sucesor en el cargo de administrador sin tener en cuenta los intereses sociales, hecho que debía considerarse una infracción al deber fiduciario con la sociedad y los accionistas²³.

Al igual que la primera, esta teoría también fue objeto de duras críticas. La crítica en ésta se centró en negar que la prima de control obedezca siempre a la finalidad de “sobornar” al administrador, ya que su existencia también puede obedecer a una amplia variedad de causas esencialmente económicas.

Sin embargo, la censura principal a las dos teorías radica, en la incorrecta construcción del deber fiduciario que se realiza en ambas. Para un gran sector de la doctrina, el derecho de sociedades sólo reconoce un deber fiduciario de los administradores con la sociedad. Por tanto, ni a los accionistas mayoritarios se les impone este deber, ni tampoco los accionistas minoritarios son sujetos acreedores del mismo. Además, debemos de tener en cuenta que este deber fiduciario del cual se habla no limita en modo alguno el principio de libre transmisibilidad de las acciones. Así, cuando hablamos de accionistas mayoritarios, incluso cuando son administradores, son libres de vender sus acciones cuando así lo crean conveniente a quién quieran, por el precio que les convenga y lógicamente, el precio obtenido por esas acciones pertenece exclusivamente a los vendedores. Por lo tanto, podemos afirmar que el deber fiduciario no puede extenderse subjetivamente a incluir nuevos sujetos obligados ni tampoco puede extenderse objetivamente a operaciones realizadas fuera del ámbito societario como es la venta de las acciones²⁴.

6.1.3. Teoría basada en el *Derecho a la igualdad de oportunidades*

Una tercera posición doctrinal aparece y enfatiza su crítica a las cesiones de control ya que según ésta, dicha operación atenta contra el derecho a la igualdad de

²³ BAYNE, D., “The Sale-of-Control Premium: The Definition”, *Minnesota Law Review* 53rd, 1969, pp. 485 y ss.; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 48.

²⁴ EASTERBROOK, F. y FISCHER, D. “Corporate Control Transactions”, *Yale Law Journal* 91, 1982, pp. 698 y ss.; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 49.

oportunidades. En otras palabras, se dice que las cesiones de control perjudicaban a los accionistas por impedir un trato igual entre ellos.

Esta teoría abogaba porque todos los accionistas tuvieran la oportunidad de participar de la misma manera de la prima de control que se ofreciera, y, así, también liquidar su participación en dicha sociedad. De ahí que ellos calificasen a la OPA como un procedimiento idóneo para adquirir el control de una sociedad, es decir, lo consideraban un sistema que garantizaría la posibilidad de vender en igualdad de condiciones a todos los accionistas de la sociedad objetivo.

Es de destacar, que el iniciador de esta teoría fue el profesor Andrews en su ya clásico artículo *“The Stockholder’s Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares”*. Lo destacable de su teoría es que por primera vez se entiende que el problema principal de las cesiones de control no radica en los deberes de los administradores, sino más bien en la imposibilidad de los accionistas de participar en igual forma en la venta de sus acciones. Por ello, concluía que el administrador no era libre de vender sus acciones, salvo que lo realice por medio de una oferta que otorgue a todos los accionistas las mismas condiciones, o, lo que es lo mismo, uno de los derechos de los accionistas minoritarios es tener la misma oportunidad que el resto de accionistas a participar en la venta de sus acciones en las mismas condiciones.

De esta manera -prosigue Andrews- al instaurar la OPA obligatoria como medio de adquisición del control se pretende obtener los siguientes efectos positivos para los accionistas; en primer lugar, permitir a los accionistas que puedan separarse de la sociedad cuando existe un cambio de control que en la mayoría de ocasiones les puede perjudicar; en segundo lugar, facilitar la participación de los accionistas en la decisión del cambio de control, al igual que se permite su participación en otros cambios estructurales similares como las fusiones y las cesiones de activos; en tercer lugar, se reconoce que todas las acciones valen lo mismo y que es su agregación lo que aumenta su valor, sin embargo, el comprador debe pagar lo mismo por las acciones compradas individualmente o de forma conjunta; y, en cuarto lugar, es un abuso utilizar la

estructura societaria para la venta de forma beneficiosa como ocurre en la venta del control²⁵.

Como bien lo indica Sala I Andrés los fundamentos que utiliza el profesor Andrews, no son exclusivamente societarios, sino que también utiliza principios de derecho de mercado de valores, mezclando el principio de igualdad del derecho de mercado de valores con el principio de igualdad que surge de las relaciones internas de las sociedades anónimas²⁶.

No obstante, sería el profesor Javaras, quién haría una crítica completa y contemporánea a la expuesta por el profesor Andrews, toda vez que, en principio niega que exista alguna prueba de que todas las cesiones por definición signifiquen un perjuicio para los accionistas minoritarios, ya que se desconoce realmente cuál es su frecuencia y la magnitud del daño realizado. Por otra parte, no considera que la prima de control sea la forma de resarcir el daño provocado por la toma de control. Y además, cree que el considerar que la prima es una indemnización del daño puede conducir a que el accionista minoritario se vea en ocasiones recompensado por un daño que no existe o se vea infracompensado al ser mayor el daño que el presupuesto.

La conclusión a la que el profesor Javaras llegaba es que en la teoría del profesor Andrews, éste valoraba excesivamente los beneficios preventivos de esta regla y se olvidaba de todas las desventajas como, por ejemplo, la enorme inversión que supone una OPA para el comprador u ofertante y la posibilidad de convertir al accionista mayoritario en minoritario al no obligar a realizar las ofertas como totales. Por lo que concluía que la tesis del profesor Andrews sólo contribuía a limitar el desarrollo del mercado financiero²⁷.

Sin embargo, una teoría similar a la del profesor Andrews fue expuesta por el profesor Jennings. La diferencia fundamental entre ambas estaba en que Andrews exigía que ante toda toma de control se realizara una oferta automáticamente, mientras

²⁵ ANDREWS, W. D., "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares", *Harvard Law Review*, N° 78, 1965, pp. 506-545; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 49.

²⁶ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 49.

²⁷ JAVARAS, G. B. "Equal opportunity in the Sales of Controlling Shares: A reply to Profesor Andrews", *The University of Chicago Law Review*, N° 32, 1965, pp. 420 y ss.; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 49.

que según Jennings, sólo era necesaria la formulación de la oferta cuando existía prima de control. La teoría del profesor Andrews ha sido criticada principalmente por fundamentar esa igualdad de oportunidades de los accionistas en el principio de igualdad que informa el Derecho de Sociedades. Sin embargo, parte de la doctrina nos recuerda que este principio actúa exclusivamente en las relaciones internas de la sociedad, esto es cuando las decisiones proceden de la sociedad y es necesario evitar desigualdades o diferencias entre los socios; por el contrario, la venta de las acciones no es ninguna operación corporativa, sino que se trata de operaciones individuales de los accionistas y, por lo tanto, no quedan limitadas por ese derecho de igualdad. Siendo así, todo accionista tiene derecho a vender sus acciones al precio que desea, pero no necesariamente tiene derecho a obtener el mismo precio que obtengan los demás accionistas²⁸.

6.1.4. Procedimiento de *Mantien de Cours*

Si bien la realidad fue distinta en Europa, ésta no llegó a ser totalmente ajena a las percepciones que se tenían de las cesiones de control, las cuales se tornaban negativas. Las críticas en países, como Bélgica y Francia, procedieron de las autoridades bursátiles, antes que de la doctrina, aquéllas expresaban la necesidad de dar a todos los accionistas la misma oportunidad de vender sus acciones y para ello recomendaban que las tomas de control se realizaran o fueran acompañadas de una OPA o de un procedimiento denominado de *mantien de cours*.

El *mantien de cours*, era el procedimiento que consistía en que la persona que ha obtenido el control se comprometía a comprar en Bolsa todas las acciones que se le ofrecerían en un período breve de tiempo al mismo precio que las adquisiciones realizadas anteriormente²⁹.

El fundamento para exigir una *mantien de cours* se centró más en el deseo de proteger los nuevos intereses de los inversores en el mercado de valores que apoyado exclusivamente en el Derecho de Sociedades. Se consideró, ciertamente, que las tomas

²⁸ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La OPA Obligatoria*, Madrid: Civitas, 1996, pp. 144-145; ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., *op. cit.*, p. 64; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 50.

²⁹ LEMPEREUR, C., *Cessions de majorité et protection des actionnaires minoritaires en droit compare*, Bruselas: Etablissements Emile Bruylant, 1978, p. 46 y ss.; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 50.

de control, realizadas por medio de las cesiones de control afectaban a los accionistas minoritarios en dos aspectos básicos: no podían vender sus acciones al mismo precio; y, además no podían decidir sobre el cambio de control que afectaba el futuro de su inversión. Pero, y esto es lo más significativo y novedoso, se consideraba que las cesiones de control no sólo afectaban intereses privados, sino que también se veía perjudicado por ellas el funcionamiento del mercado de valores, ya que la imposibilidad de ese trato igualitario eliminaba la confianza de los inversores en ese mercado e impedía que realizara su función principal, esto es, ser fuente de financiación para las grandes empresas.

No obstante, a pesar que estas tesis tenían asidero, la recepción de las mismas fueron nulas en Estados Unidos. Así tenemos que los tribunales estadounidenses las rechazaron por estar fundamentadas en una excesiva y amplia interpretación del deber fiduciario y del principio de igualdad. De esta manera, otrora y aún hoy en día, los tribunales americanos consideran que las cesiones de control acompañadas de una prima de control no son criticables legalmente *per se*, ya que los accionistas son libres de vender sus acciones a la persona que deseen y al precio que acuerden, sin existir ningún deber fiduciario que les impida realizar esa venta. Cabe indicar que en Estados Unidos sólo se exige responsabilidad a un accionista por la venta de sus acciones cuando esta operación va acompañada de circunstancias especiales que provocan un daño a la sociedad o a los accionistas, esto es, si junto a la venta existen otros actos que por sí solos ya son ilícitos³⁰, como por ejemplo, si se tratan los casos que reúne la teoría de las *special facts*, la cual compendia una pluralidad de casos, reunidos en los siguientes cuatro grupos:

- a. *Looting cases*: En los cuales los tribunales norteamericanos aceptan que el accionista mayoritario no puede ceder sus acciones si conoce que el adquirente quiere perjudicar o “sabotear” la sociedad;
- b. La venta del cargo por el administrador: se considerará infracción del deber fiduciario el haber aceptado una contraprestación para presentar la dimisión en ocasión de una cesión de mayoría;

³⁰ LEMPEREUR, C., *op. cit.*, pp. 6 y ss.; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 52.

- c. La pérdida de una oportunidad social: Los administradores serán responsables frente a la sociedad cuando se apropian de una operación que podía haber beneficiado a la sociedad;
- d. La falta de información sobre la venta de un paquete de control se considerará también una infracción del deber fiduciario a informar.

6.2. Regulación procedimental del mercado de control societario

La regulación procedimental llega a ser la contraparte de la regulación material de la cual hablamos en el acápite precedente. Este otro modo de regulación se caracteriza porque, aceptando los efectos positivos que produce el mercado de control societario busca garantizar por medio de una regulación específica su realización.

Esta teoría pone en realce los beneficios que una toma de control puede aportar al mercado de control societario, a los accionistas de las grandes sociedades y sobre todo, subraya la función jurídico-económica que tiene, esto es, que la existencia de tomas de control permite aumentar la eficiencia en la gestión de las empresas afectadas y en la utilización de los recursos de la sociedad.

En tal sentido, dos son las amenazas que bajo esta teoría impedirían lograr los beneficios que el mercado de control societario otorga, siendo éstas: la asimetría de la información entre los adquirentes y los accionistas; y por el otro extremo, la lógica presión que sufren los accionistas al tener que vender sus acciones ante una oferta cuyas condiciones son formuladas unilateralmente por el oferente. Como es obvio suponer, estos problemas nos llevan irremediablemente a que se cree un clima de desconfianza en los inversores, conllevando a que no deseen participar del procedimiento y por lo tanto, absteniéndose de esta manera a la formulación de una OPA y con ello absteniéndose de los beneficios que podría reportar al mercado.

En resumen, la regulación bajo esta perspectiva se dirige a propugnar el respeto de la libertad en los modos de adquirir pero, también promueve una intervención legislativa para eliminar los factores negativos para el cumplimiento de la función atribuida a ese mercado. Asimismo, se habla de la inclusión de normas sustantivas que permitan a todos los inversionistas participar de la misma manera y sin presiones en la venta de sus acciones. De ahí que parte de la doctrina califique a la normativa que se

expide bajo la regulación material como neutral, ya que no se quiere beneficiar a ninguna de las partes que participan en una toma de control, sino que más bien su objetivo apunta a ayudar a los inversores a decidir sobre una toma de control. Por ello, esta teoría se concretiza en el hecho de que, a diferencia de la regulación material, este procedimiento se trata simplemente de exigir la información necesaria y de establecer el contenido básico de las ofertas formuladas públicamente; mientras que, una regulación material lo que busca es determinar cuál debe ser la forma de contratar cuando se quiere adquirir el control de una gran sociedad anónima.

Esta teoría encuentra su aplicación práctica en la regulación sobre el mercado de control societario que rige en Estados Unidos desde 1968 en la *Williams Act*.

6.3. Teoría acerca la libertad en el mercado de control societario

Finalmente, existe parte de la doctrina que niega de manera enfática la necesidad de cualquier intervención en el mercado de control societario. Incluso, llegan a calificar de perjudicial la intromisión de los modelos regulatorios en sus dos formas: material o procedimental.

El sustento por el que se postulan tales afirmaciones se basan en el supuesto de que toda toma de control, sea cual fuere la forma en que se lleve a cabo, comporta beneficios tanto para la sociedad anónima como para los accionistas en general, ya que de acuerdo con sus postulados, las tomas de control aumentan la eficiencia de los administradores, protegen los intereses de los accionistas minoritarios y hacen que sea más eficiente la utilización de los activos sociales.

Sin embargo, parte de esta doctrina, entre ellos Easterbrook, F. H. y Fischel, de forma excepcional, aceptan que una toma de control puede llegar a perjudicar a un accionista si la valoración de las acciones de la sociedad adquirida pierden valor tras esa operación, ya que, en ese supuesto, los accionistas que no participaron de ese cambio pierden el valor de su inversión. No obstante, esta corriente doctrinal considera positivas las tomas de control bajo cualquier punto de vista, ya que permite una

asignación más eficiente de los recursos de la sociedad gracias a una mejor gestión de la misma³¹.

Los autores que apoyan esta corriente coinciden en afirmar que al existir siempre efectos positivos para los accionistas, poco importará la elección de la técnica que se utilice para adquirir el control. De esta manera, llegan a la conclusión de que puede ser tan beneficiosa una toma de control realizada por medio de una OPA que permite la participación igualitaria de todos los accionista en la decisión y en la prima de control, como una toma de control realizada por medio de una cesión de control donde sólo una persona o un grupo de personas reciben la prima pagada por el traspaso del paquete de control. En ese sentido, la elección de la técnica a utilizarse debe depender de los costos que implica su puesta en marcha y también de la efectividad que brinde dicha técnica teniendo en cuenta la estructura de la sociedad. Incluso llegan a afirmar que, frente a determinadas circunstancias, una cesión de control puede ser necesaria, justificándose incluso, un trato desigual a los accionistas³².

Finalmente, esta corriente también afirma que el mercado de control sólo podrá producir beneficios si funciona eficientemente. Y al ser el mercado de control un mercado especial por el objeto que tiene, no hay que olvidar que sigue las mismas reglas que cualquier otro mercado. Es decir, la eficiencia de este mercado estará directamente relacionada con los costos que puedan producir las tomas de control por lo que cualquier costo añadido puede suponer una disminución de tomas de control.

Por lo tanto, bajo esta teoría, una norma que exija el reparto de la prima de control entre todos los accionistas de la sociedad objetivo impide el funcionamiento eficiente de este mercado, ya que supone elevar los costes de la toma de control. Incluso se señala que este deber legal no sólo produce un aumento de los costos del adquirente, lo que transforma la operación en ineficiente, sino que además imposibilita la venta de esas acciones, ya que la persona que tiene el paquete de control no deseará vender si no recibe la prima en su totalidad.

³¹ EASTERBROOK, F. H. y FISCHER, D. R., "Corporate Control Transactions", *Yale Law Journal*, N° 91, 1982, p. 698 y pp. 707 y ss; citado por: SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 56.

³² EASTERBROOK, F. H. y FISCHER, D. R., *op. cit.*, p. 705; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 56.

Por lo tanto, se concluye que una regulación que exija un trato igual en el reparto de la prima y una política de “*full disclosure*” o de una total transparencia en la información, sólo perjudicará a los accionistas, ya que producirá un aumento de los costes de las tomas de control, reducirá la posibilidad de su realización y, consecuentemente, imposibilitará la mejora en la gestión de los administradores y una mejor asignación de los recursos sociales. Teoría bastante cuestionable.

CAPÍTULO IV

LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO EN EL PERÚ

1. Introducción

Una afirmación bastante conocida desde nuestros primeros años de formación universitaria es una que dice que *“Los hechos preceden al Derecho”* y considero necesaria traerla a colación ya que cobra vigencia una vez más y lo hace respecto al tema que trataremos en este capítulo. Y es que cada legislación, sobre la base de sus propias necesidades elabora un plexo de normas y las desarrolla bajo específicos dispositivos legales. Tan es así que conceptos de trascendental importancia los vemos enunciados y desarrollados en las leyes y otros dispositivos, pudiendo ser éstos últimos, reglamentos o textos únicos ordenados aprobados mediante decretos supremos.

La Ley, junto a todas las normas con rango de ley, después de las normas constitucionales, ocupa la posición más alta en la jerarquía normativa. La superioridad que la caracteriza se debe a que ésta puede modificar o derogar cualquier otra norma y no solamente otras leyes. Como sabemos, el término Ley y normas con rango de ley, agrupa a las leyes orgánicas, leyes ordinarias, resoluciones legislativas, el reglamento del Congreso, los decretos legislativos, los decretos de urgencia, los tratados internacionales, las normas regionales de carácter general, las ordenanzas municipales y los decretos-leyes.

Por otra parte, los decretos supremos, son aquellas normas ubicadas dentro de la tercera gradación de la pirámide kelseniana, después de aquéllas que contemplan a las normas constitucionales y sentencias del Tribunal Constitucional; y, a las leyes y normas con rango de Ley. Los decretos supremos son normas de carácter general dictadas por el Poder Ejecutivo, en específico, por el Presidente de la República y tienen como fin reglamentar las leyes sin transgredirlas ni desnaturalizarlas¹, haciendo de esta manera más fácil su ejecución. La dependencia que tiene un Reglamento con respecto a la Ley que lo rige es tal, que se hace más evidente cuando nos referimos a su eficacia, ya que la eficacia de un Reglamento se encontrará supeditada a la Ley que desarrolla².

¹ Esto en correspondencia con el inciso 8, del artículo 118° de nuestra Carta Magna, la cual refiere:

“**Art. 118°. Atribuciones y obligaciones del Presidente.-** Corresponde al Presidente de la República: (...) 8. Ejercer la potestad de reglamentar leyes sin transgredirlas ni desnaturalizarlas; y, dentro de tales límites, dictar decretos y resoluciones.”

² De esta manera, hoy en día es común ver que vía decretos expedidos por el Ejecutivo o a través de resoluciones ministeriales, administrativas o de órganos autónomos no descentralizados se reglamenten temas que merecen un desarrollo minucioso. Ejemplos conocidos en el área que estudiamos están los

Y así, como para algunos temas existe su ley y su reglamento, algunos otros no corren con tanta suerte, ya que aparte de no contar con una ley ni con un reglamento (lo que para muchos temas, si bien es cierto, no es necesario), peor aún, no cuentan con un artículo de desarrollo en su Ley General que los regula y en la que sí se debería contemplar un espacio, aunque sea mínimo, para ser desarrollado. Un ejemplo de estos “desafortunados temas” es el tema del control societario, que por una cuestión de opción legislativa u olvido, no cuenta con una regulación específica, generando un problema que ya parte de la doctrina ha identificado.

Siendo que la presente tesis va estrechamente ligada al tema del control societario, hemos querido dedicar un capítulo a esta institución “olvidada” legislativamente, la cual cobra importancia en el desarrollo del Derecho Societario y del Derecho del Mercado de Valores. De esta manera, en las próximas líneas nos detendremos a esbozar el tema del control societario, las doctrinas que lo sustentan, las posiciones doctrinales que explican la regulación de este mercado de control y los modelos de regulación que existen en torno a él.

2. En la búsqueda del porqué de la ausencia de la regulación del control societario en la LGS

La situación actual en la que se encuentra la regulación del control societario es, como lo dijimos antes, una regulación sectorial, ya que ésta se restringe a los ámbitos financiero y bursátil; es decir, que tenemos nociones de control societario por las normas dictadas por la SBS y por la SMV, a través de las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico, Resolución SBS N° 445-2000; y, el Reglamento de

Decretos Supremos 093-2002-EF (TUO de la Ley de Mercado de Valores) publicado el 15 de junio de 2002, el 018-2006-JUS (Reglamento de la Ley que crea la Unidad de Inteligencia Financiera), el 038-2007-EF (Reglamento de Organización y Funciones de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores), entre otros.

La justificación a esta potestad reglamentaria otorgada al Ejecutivo, probablemente se deba a la celeridad y eficiencia con la que se necesitan especificar las leyes. En tal sentido, atendiendo a lo prolífico que es el ámbito jurídico, hacer que el Congreso asuma esta tarea sería casi imposible por lo difícil que sería logra un consenso. Incluso si llegasen a ponerse de acuerdo, tendríamos que sopesar cual sería la pérdida de tiempo y recursos. Con la aplicación de esta potestad, no se deba pensar que se atenta contra la división de poderes y menos aún que el Ejecutivo puede entrar a los cauces reservados del Legislativo, ya que no debemos olvidar que aquella división de poderes nunca se concretó en términos absolutos, sino que más bien existieron y existen puntos de conexión, los cuales podemos notar ante la existencia de los decretos y resoluciones legislativas (los cuales tienen rango de ley). Por otro lado, sabemos que existe un mecanismo de control interno ante la existencia de reglamentos que transgredan y/o vulneren las Leyes, por las cuales existen, éste es el mecanismo del Proceso de Acción Popular, desarrollada en el inciso 5 del artículo 200° de la Constitución y en el Título VII del Código Procesal Constitucional.

Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos, Resolución CONASEV N° 090-2005-EF/94.10, respectivamente.

En nuestro máximo dispositivo legal que regula el derecho de sociedades, tal y como es la LGS, no se ha previsto el tema del control societario de manera expresa, sólo contamos con el artículo 105°, el cual se encuentra sumillado como *control indirecto de acciones* y tiene un interés que va dirigido no tanto a explicar el tema del control societario en sí mismo, sino más bien, su *ratio legis* se orienta a evitar el fraude en la utilización de acciones propias y el fraude indirecto.

A fin de poder explicar con mayor detenimiento este artículo, empezaremos estudiando las normas sectoriales dadas por la SBS y por la SMV, para posteriormente, con los elementos de juicio que nos brinden éstas, analizar con detenimiento los alcances del artículo 105° de nuestra LGS y a su vez, evaluar la suficiencia que tiene éste en el terreno regulatorio.

2.1. Las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico de la SBS³

Mediante la Resolución SBS N° 445-2000 (en adelante, RESOLUCIÓN SBS), la SBS aprobó las Normas Especiales sobre vinculación y grupo económico (en adelante, NORMAS), la cual constituye la primera norma sectorial que decide tratar el tema de control, que a su vez se encuentra inmerso dentro de la definición de Grupo Económico, y sus términos afines. No obstante, debemos indicar que ésta rige sobre todas las sociedades reguladas en la LGSF, es decir, que las reglas mencionadas no son aplicables para todo tipo de sociedades en general; y tal como lo podemos apreciar en el segundo considerando de la Resolución citada⁴, lo que se busca es precisar las definiciones de vinculación y de grupos económicos tomando en consideración la experiencia obtenida en la supervisión de la aplicación de dichas normas, así como atendiendo a lo dispuesto en el artículo 203°⁵ de la LGSF, la cual se refiere a los

³ Publicada en “El Peruano” el 06 de julio de 2000.

⁴ Segundo párrafo del considerado de la Resolución N° 445-2000, que aprueba las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico, el cual dice: “Que, se requieren precisar las definiciones de vinculación y de grupos económicos tomando en consideración la experiencia obtenida en la supervisión de la aplicación de las mencionadas normas, así como de lo dispuesto en el artículo 203° de la Ley General;”

⁵ **Artículo 203°.- Criterios para determinar los límites individuales**

criterios para determinar los límites individuales, los cuales encuentran afinidad con la regulación de la concentración de la cartera y los límites operativos.

De esta manera y teniendo en cuenta lo anteriormente indicado, encontramos como primer punto a tratar la Vinculación por riesgo único.

2.1.1. Vinculación por riesgo único según las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico de la SBS

La vinculación por riesgo único se define como la relación entre dos o más personas naturales y/o jurídicas donde la situación financiera o económica de una persona repercute en la otra u otras personas, de tal manera, que cuando una de éstas tuviese problemas financieros o económicos, la otra u otras personas se podrían encontrar con dificultades para atender sus obligaciones⁶.

A efectos de determinar los límites individuales, se tendrá en cuenta lo siguiente:

1. Evitar la concentración de riesgos, que se producen cuando diversas personas naturales o jurídicas conforman un mismo conglomerado financiero o mixto, y estén afectos por tanto, a un riesgo común o único.
2. Cuando se defina a las contra-partes relacionadas, no sólo deberá considerarse a los grupos que producen cuentas consolidadas, sino los criterios que se establecen para riesgo único o común.
3. Al determinar los límites individuales se considerará la concentración del riesgo en una contra-parte única o en un grupo de contra-partes relacionadas.

Se entiende por riesgo único o común, cuando dos o más personas naturales o jurídicas están asociadas mutuamente en el sentido que:

- a. Una de ellas ejerce control directo o indirecto sobre la otra;
- b. Sus créditos acumulados representan para la empresa del sistema financiero un riesgo único en la medida en que están interrelacionados con la probabilidad de que si una de ellas experimenta problemas financieros, es probable que la otra o todas ellas tengan que enfrentar dificultades de pago. Esto incluye interrelaciones basadas en la propiedad común, control o administración común, garantías recíprocas y/o interdependencia comercial directa que no puede ser sustituida a corto plazo;
- c. Presunciones fundadas de que los créditos otorgados a una serán usados en beneficio de otra;
- d. Presunciones fundadas de que diversas personas mantienen relaciones de tal naturaleza que conforman de hecho una unidad de intereses económicos.

El hecho de que sea deudora de una empresa, una sociedad constituida en el extranjero, entre cuyos socios o accionistas figuren otras sociedades o cuyas acciones sean al portador, hará presumir que se encuentra vinculada para los efectos a que se refiere el artículo anterior.

El riesgo único no se desvirtúa cuando el endeudamiento de dichas personas naturales o jurídicas con una misma empresa del sistema financiero o sus subsidiarias, es en forma separada.

Para los fines de la presente ley, las definiciones que, sobre grupo económico, empresas vinculadas o conglomerados, serán las que establezca mediante normas de carácter general, la Superintendencia, tomando en cuenta los criterios especificados en el presente artículo.

Asimismo, la Superintendencia establecerá los criterios que se aplicarán para determinar el riesgo único cuando se trate de entidades, organismos, dependencias y empresas, que directa o indirectamente sean considerados o formen parte del Estado Peruano.

⁶ Artículo 3 de la Resolución SBS 445-2000, la cual aprueba a las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico

Según las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS, existe vinculación por riesgo único entre las personas jurídicas que pertenecen a un mismo grupo económico y, entre éstas y las personas naturales que ejercen el control de dicho grupo económico, acorde con el concepto de control y de grupo económico que se encuentran definidos en los artículos 8º y 9º, respectivamente de dichas NORMAS, las que posteriormente se estudiarán en detalle.

Como podemos observar, el concepto de vinculación que se toma en la LGSF, no podría ser extensivo a todas las sociedades en general, ya que el presente artículo tiene como propósito delinear claramente el concepto de vinculación por riesgo único, es decir, lo que se desea es cautelar tanto la concentración de cartera como los límites operativos dentro del sistema financiero. Asimismo, es preciso señalar que la disposición bajo comentario no se trata de una mera presunción, sino más bien de una afirmación; es decir, existe una vinculación por riesgo único entre las personas jurídicas que pertenecen a un mismo grupo económico y, entre éstas y las personas naturales que ejercen control de dicho grupo económico sin admitir ningún tipo de prueba en contrario. De ahí la importancia de delinear claramente qué se entiende por grupo económico y control, a los cuales se hace referencia. Otro punto importante de destacar, se refiere al parámetro que se utiliza para conceptuar a la vinculación. En ese sentido, podemos afirmar que el único parámetro utilizado es la vinculación por riesgo único.

Las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS, también establecen un caso de presunción *iuris tantum* de vinculación por riesgo único entre los cónyuges, entre las personas naturales y/o jurídicas que tienen relación de propiedad y/o gestión, salvo prueba en contrario. A diferencia de la anterior disposición, aquí hablamos de una presunción *iuris tantum*, por lo que resulta de importancia definir que significan las relaciones de propiedad y/o gestión a las que se hacen referencia.

Las relaciones de propiedad existen cuando las acciones o participaciones con derecho a voto que tienen en propiedad directa e indirecta una persona representan el 4 por ciento o más de las acciones o participaciones con derecho a voto de una persona jurídica. Además, es preciso indicar que se considera que la relación de propiedad involucra a las personas a través de las cuales se tiene la referida propiedad indirecta,

ello en correspondencia con el artículo 4° de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS.

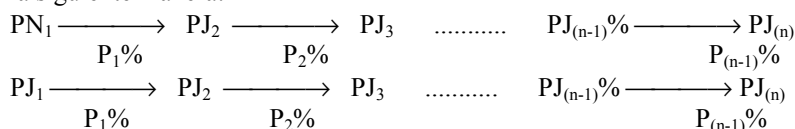
La propiedad indirecta, a su vez, se encuentra definida en el segundo párrafo del mismo artículo 4° de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS, en la cual se considera que una persona tiene propiedad indirecta de una persona jurídica, en los siguientes casos:

- a) Cuando el cónyuge o los parientes de una persona natural son propietarios de manera directa de acciones o participaciones con derecho a voto de una persona jurídica.
- b) Cuando una persona tiene propiedad sobre una persona jurídica a través de otra u otras personas jurídicas de acuerdo con lo señalado en el Anexo A⁷ de la RESOLUCIÓN SBS.

Como podemos notar, el primer supuesto por el cual se configura la propiedad indirecta es bastante sencillo, toda vez que si el cónyuge o los parientes de una persona natural son propietarios de manera directa de acciones o participaciones con derecho a voto de una persona jurídica, ya existe propiedad indirecta. Tal vez aquí, con lo que hay que hacer hincapié es con el término parientes, el cual se refiere a los parientes hasta el segundo grado de consanguinidad y el primero de afinidad, ello en correspondencia con lo definido en el artículo 2° de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS.

⁷ Anexo A: Cálculo de la propiedad indirecta

La propiedad indirecta de una persona natural o jurídica a través de una persona jurídica se determina de la siguiente manera:



Donde K% es el porcentaje de participación de PN_i o de PJ_i en PJ_(n)

1. Si P₁% ≤ 50%:

$$K\% = P_1\% * P_2\% * \dots * P_{(n-1)}\%$$

2. Si P₁% > 50%, se considera P₁% = 100%:

a) Donde P₂% ≤ 50%

$$K\% = 100\% * P_2\% * \dots * P_{(n-1)}\%$$

b) Donde P₂% > 50% se considera P₂% = 100%:

$$K\% = 100\% * 100\% * P_3\% * \dots * P_{(n-1)}\%, \text{ y así sucesivamente.}$$

PJ: Persona jurídica

PN: Persona natural

P_i %: Porcentaje de participación de la persona natural o jurídica “ i ” en el capital social de la persona jurídica “i+1”. Para i = 1, 2, 3, ... , n-1.

Las relaciones de gestión son definidas por las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS, como aquellas que se presentan en los siguientes casos:

- a) Entre las personas naturales que ejercen el control de un grupo económico según lo dispuesto en la definición de grupo económico de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS.
- b) Entre el director, gerente, asesor o principal funcionario de una persona jurídica y el accionista o socio de ésta última según lo establecido en el artículo 4° de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS.
- c) Cuando una persona es destinataria final del financiamiento otorgado a otra persona.
- d) Cuando una persona es representada por otra persona.
- e) Entre personas jurídicas que tienen en común a directores, gerentes, asesores o principales funcionarios.
- f) Cuando de la documentación oficial de una persona jurídica se puede afirmar, que ésta actúa como división o departamento de otra persona jurídica.
- g) Entre personas jurídicas cuando exista dependencia comercial directa difícilmente sustituible en el corto plazo.
- h) Cuando las obligaciones de una persona son garantizadas o financiadas por otra persona siempre que no sea una empresa del sistema financiero.
- i) Cuando una misma garantía respalda obligaciones de dos o más personas o exista cesión de garantías entre ellas.
- j) Cuando los recursos para el desarrollo de las actividades de una persona jurídica provienen directa o indirectamente de otra persona jurídica.
- k) Entre personas jurídicas que tienen accionistas o socios comunes que tienen la posibilidad de designar, vetar o destituir a, por lo menos, un miembro del directorio u órgano equivalente de dichas personas.
- l) Entre una persona y una persona jurídica cuando la primera sea director, gerente, asesor o principal funcionario de la segunda o haya ejercido cualquiera de estos cargos en alguna oportunidad durante los últimos doce (12) meses.
- m) Entre una persona y un grupo económico cuando la primera sea director o gerente de una persona jurídica perteneciente a dicho grupo económico o haya ejercido cualquiera de estos cargos en alguna oportunidad durante los últimos doce (12) meses.

Como podemos notar, extensa es la lista por la que se podría llegar a configurar una relación de gestión entre personas naturales y/o jurídicas, y sin embargo, ésta no es suficiente para delimitar las múltiples situaciones en las que se podría presentar. En esa línea, las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS, han previsto una presunción que podrá ser utilizada para poder presumir que existen relaciones de gestión entre personas naturales y/o jurídicas por el volumen, periodicidad o demás condiciones de las operaciones entre ellas, salvo prueba en contrario.

2.1.2. Control y Grupo Económico según las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico de la SBS

La definición que el artículo 8° de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS hace de Grupo Económico, se configura teniendo en cuenta no sólo elementos objetivos, tal como es el número de personas jurídicas que deben existir para ser considerado como tal, sino también que existe un criterio subjetivo como es la definición de control. En tal sentido, bajo las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS, se entiende por Grupo Económico al conjunto de personas jurídicas, nacionales o extranjeras conformado al menos por dos personas jurídicas, cuando alguna de ellas ejerce control sobre la o las demás, o cuando el control sobre las personas jurídicas corresponde a una o varias personas naturales que actúan como una unidad de decisión.

Para dar explicación a la definición de Grupo Económico, conviene primero delimitar el significado del término control, el cual viene definido por el artículo 9° de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS, el cual lo conceptúa como *la influencia preponderante y continua en la toma de decisiones de los órganos de gobierno de una persona jurídica*.

A su vez, este control puede ser directo o indirecto. Será directo cuando una persona ejerce más de la mitad del poder de voto en la junta general de accionistas o de socios de una persona jurídica a través de la propiedad directa o indirecta, contratos de usufructo, prenda, fideicomiso, sindicación u otro medio. Mientras que estaremos frente a un control indirecto, cuando una persona tiene facultad para designar, remover o vetar a la mayoría de los miembros del directorio u órgano equivalente, para ejercer la mayoría de los votos en las sesiones del directorio u órgano equivalente, o para

gobernar las políticas operativas y/o financieras; aún cuando no se ejerce más de la mitad del poder de voto en la junta general de accionistas o de socios.

Como podemos notar la delimitación de lo que se entiende por control directo e indirecto es bastante clara, ya que se encuentran sustentados en parámetros comprobables. No es así, sin embargo la presunción de control, que se enuncia en el artículo 10º de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS, en donde se presume, salvo prueba en contrario, que un grupo económico ejerce el control de una persona jurídica cuando la mayoría de los miembros del directorio u órgano equivalente de esta persona jurídica se encuentran vinculados por riesgo único al grupo económico. Incluso queda una cláusula abierta cuando establece que la SBS podrá establecer presunciones adicionales a las consideradas en el artículo por razones prudenciales. Como podemos notar, es una cláusula bastante amplia, sin embargo, considero necesaria para poder establecer temas de responsabilidad si se diera el caso.

2.1.2.1. Clasificación de los Grupos Económicos

Las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS, clasifican los grupos económicos en conglomerados financieros, conglomerados mixtos y conglomerados no financieros.

a. El Conglomerado Financiero

Es el grupo económico integrado por personas jurídicas que se encuentren comprendidas en los artículos 16º y/o 17º de la LGSF, y/o por las siguientes personas:

- Empresas controladoras (holding)
- Agentes de intermediación en el mercado de valores
- Sociedades administradoras de fondos mutuos y fondos de inversión
- Sociedades titulizadoras
- Sociedades de propósito especial
- Sociedades administradoras de fondos de pensiones
- Entidades prestadoras de salud
- Otras, cuyo objeto social, a juicio de la SBS, sea compatible con el de las señaladas anteriormente

El artículo 16° de la LGSF a la que se hace referencia, trata del capital mínimo con el que deben de contar las empresas de operaciones múltiples, especializadas, bancos de inversión y empresas de seguros para su funcionamiento⁸. Mientras que en el artículo 17° de la LGSF, se contempla también el capital social mínimo con el que deben de contar, pero en esta ocasión, los establecimientos de las empresas de servicios complementarios y conexos, pudiendo ser éstos: los almacenes generales de depósitos, las empresas de transporte, custodia y administración de numerario, empresas emisoras de tarjetas de crédito y/o débito y las empresas de transferencias de fondos⁹.

Por lo tanto, encontraremos un conglomerado financiero cuando dos personas jurídicas o más se encuentren enunciadas en el artículo 16°, en el artículo 17° de la LGSF o en ambos; o formen un grupo económico con alguna de las detalladas en el artículo 8° de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS.

⁸ **Artículo 16°.- Capital Mínimo** *(Cifras a diciembre de 1996, que se actualizan periódicamente)*

Para el funcionamiento de las empresas y sus subsidiarias, se requiere que el capital social, aportado en efectivo, alcance las siguientes cantidades mínimas:

- A. Empresas de Operaciones Múltiples:
 - 1. Empresa Bancaria : S/. 14 914 000,00
 - 2. Empresa Financiera : S/. 7 500 000,00
 - 3. Caja Municipal de Ahorro y Crédito: S/. 678 000,00
 - 4. Caja Municipal de Crédito Popular: S/. 4 000 000,00
 - 5. Entidad de Desarrollo a la Pequeña y Micro Empresa - EDPYME: S/. 678 000,00
 - 6. Cooperativas de Ahorro y Crédito autorizadas a captar recursos del público: S/. 678 000,00
 - 7. Caja Rural de Ahorro y Crédito: S/. 678 000,00
- B. Empresas Especializadas:
 - 1. Empresas de Capitalización Inmobiliaria: S/. 7 500 000,00
 - 2. Empresas de Arrendamiento Financiero: S/. 2 440 000,00
 - 3. Empresas de Factoring: S/. 1 356 000,00
 - 4. Empresas Afianzadora y de Garantías: S/. 1 356 000,00
 - 5. Empresas de Servicios Fiduciarios: S/. 1 356 000,00
 - 6. Empresas Administradora Hipotecaria S/. 3 400 000,00 ⁸
- C. Bancos de Inversión: S/. 14 914 000,00
- D. Empresas de Seguros:
 - 1. Empresa que opera en un solo ramo (de riesgos generales o de vida): S/. 2 712 000,00
 - 2. Empresa que opera en ambos ramos (de riesgos generales y de vida): S/. 3 728 000,00
 - 3. Empresa de Seguros y de Reaseguros: S/. 9 491 000,00
 - 4. Empresa de Reaseguros: S/. 5 763 000,00

⁹ **Artículo 17°.- Capital mínimo de empresas de servicios complementarios y conexos** *(Cifras a diciembre de 1996, que se actualizan periódicamente)*

Para el establecimiento de las empresas de servicios complementarios y conexos, se requiere que el capital social alcance las siguientes cantidades mínimas:

- 1. Almacén General de Depósito: S/. 2 440 000,00
- 2. Empresa de Transporte, Custodia y Administración de Numerario: S/. 10 000 000,00
- 3. Empresa Emisora de Tarjetas de Crédito y/o de Débito: S/. 678 000,00
- 4. *Numeral dejado sin efecto por Ley N° 29440 del 18-11-2009.*
- 5. Empresa de Transferencia de Fondos: S/. 678 000,00

b. El Conglomerado Mixto

La otra clasificación de la cual se habla es del conglomerado mixto, al cual el artículo 12° de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS, define como el grupo económico conformado al menos por dos personas jurídicas, donde al menos una de ellas se encuentre comprendida en los artículos 16° ó 17° de la LGSF; y la otra no se encuentre comprendida en el artículo 11° de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS, es decir, aquellas con las cuales es posible formar un conglomerado financiero.

Como podemos observar en la definición de conglomerado mixto, existe redundancia cuando ésta es definida, ya que nos dice que será un grupo económico formado por al menos dos personas jurídicas, cuando esto ya es indicado en el concepto mismo de grupo económico. No obstante, consideramos que se hace a fin de enfatizar que una de las personas jurídicas puede estar comprendida en los artículos 16° y/o 17° de la LGSF y la otra puede ser cualquier persona jurídica que no se encuentre en el artículo 11° de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS.

c. El Conglomerado No Financiero

Finalmente, como último tipo de grupo económico se encuentra el conglomerado no financiero, al cual se le define como el grupo económico integrado por personas jurídicas que no se encuentran comprendidas en el artículo 11° de las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS, es decir, sociedades que no se encuentran en el artículo 16° o el artículo 17° de la LGSF, ni que sean empresas controladoras (holding), agentes de intermediación en el mercado de valores, sociedades administradoras de fondos mutuos y fondos de inversión, sociedades titulizadoras, sociedades de propósito especial, sociedades administradoras de fondos de pensiones, entidades prestadoras de salud; y otras, cuyo objeto social, a juicio de la SBS, sea compatible con el de las señaladas anteriormente.

2.2. El Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV¹⁰

¹⁰ Publicada en El Peruano el 28 de diciembre de 2005. Si bien el Reglamento, fue dado mientras que el órgano regulador se denominaba CONASEV. Hoy al haberse creado la Superintendencia de Mercado de Valores mediante Ley N° 29782, denominaremos SMV a la ex-CONASEV de conformidad con el artículo 1° de dicha Ley,

El Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos (en adelante, REGLAMENTO), aprobado mediante la Resolución CONASEV N° 090-2005-EF/94.10 (en adelante, RESOLUCIÓN SMV), constituye la segunda norma sectorial que tiene relación con el tema de control y sus términos involucrados.

Y como nos hace referencia el término sectorial, no es de extrañar que la aplicación del REGLAMENTO, tan solo tiene un margen de acción sobre las sociedades bajo la supervisión de la SMV, tal y como se expresa en el artículo 1° de dicho REGLAMENTO, el cual refiere que éste establece los conceptos de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico para el efecto de su aplicación a las personas y en las materias que se encuentren sujetas a la supervisión de la SMV¹¹.

El REGLAMENTO fue la primera revisión integral que se llevó a cabo respecto de la norma desde que fuera aprobada en el año de 1997. El objeto fundamental de éste era la definición de términos con tres propósitos principales:

- (i) Regulación de la obligación de información periódica;
- (ii) Reglamentación de las obligaciones, prohibiciones o incompatibilidades establecidas por otras normas; y,
- (iii) Establecimiento de presunciones para las labores de supervisión de la SMV.

Interpretando dicha norma de manera sistemática y siendo que las S.A.A. están bajo la supervisión de la SMV en virtud del artículo 253° de la LGS¹², podemos, bajo una primera interpretación sistemática, extender la aplicación de los conceptos que el REGLAMENTO enuncia, a las S.A.A. en su conjunto; lo cual no es posible hacer con la

¹¹ “**Artículo 1°.- Alcances del Reglamento**

El presente reglamento establece los conceptos de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico para el efecto de su aplicación a las personas y en las materias que se encuentren sujetas a la supervisión de SMV.”

¹² “**Artículo 253.- Control de CONASEV**

La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores está encargada de supervisar y controlar a la sociedad anónima abierta. A tal efecto y en adición a las atribuciones específicamente señaladas en esta sección, goza de las siguientes:

1. Exigir la adaptación a sociedad anónima abierta, cuando corresponda;
2. Exigir la adaptación de la sociedad anónima abierta a otra forma de sociedad anónima cuando sea el caso;
3. Exigir la presentación de información financiera y, a requerimiento de accionistas que representen cuando menos el cinco por ciento del capital suscrito, otra información vinculada a la marcha societaria de que trata el artículo 261; y,
4. Convocar a junta general o a junta especial cuando la sociedad no cumpla con hacerlo en las oportunidades establecidas por la ley o el estatuto.”

RESOLUCIÓN SBS, pero la que hemos estudiado a fin de analizar una de las pocas normas en la cual se definen los términos de control societario que podrían presentarse, ello con el fin de contrastar, más adelante el tratamiento que se le da al control societario en el artículo 105° de la LGS.

2.2.1. La Propiedad Indirecta según el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV

Atendiendo al REGLAMENTO diremos que la propiedad indirecta no se encuentra definida. Sólo el artículo 3° del mismo nos dice que se considerará la existencia de propiedad indirecta de una persona que tiene a través de otra persona natural o jurídica, en los siguientes casos:

I. De una persona jurídica:

a) La propiedad que directamente corresponde a otra persona jurídica en la que tiene una participación representativa.

La participación representativa se configura con la tenencia de acciones con derecho a voto que representa un porcentaje igual o superior al diez por ciento (10%) del capital social de una persona jurídica, ello de acuerdo al literal f), del artículo 2° del REGLAMENTO. Por lo tanto, podemos afirmar que existe propiedad indirecta de una persona jurídica, cuando una persona, a través de otra persona natural o jurídica, posee un porcentaje igual o superior al 10% del capital social de la persona jurídica.

b) La propiedad que directamente corresponde a una persona jurídica en la que la persona jurídica de que trata el inciso anterior tiene una participación representativa.

Este segundo caso al que se refiere hace que la propiedad indirecta se pueda concebir como una propiedad indirecta *ad infinitum*. Toda vez que no hay que olvidar que el criterio contenido en el inciso b) precedente se aplica sucesivamente en tanto exista en ellas una participación representativa. Es decir, que mientras haya una posesión del 10% del capital social de una persona jurídica, que a su vez mantenga la posesión del 10% del capital social de otra persona jurídica seguirá manteniendo una participación representativa.

II. De una persona natural:

- a) La propiedad que directamente corresponde a sus parientes, salvo prueba en contrario.*
- b) La propiedad que directa o indirectamente corresponde a la persona jurídica en la que ella y sus parientes tienen en conjunto, salvo prueba en contrario, una participación representativa.*

Como podemos observar el criterio que se maneja para conceptuar a la propiedad indirecta es bastante similar al señalado en la RESOLUCIÓN SBS. No obstante, debemos reparar que en el REGLAMENTO, se define a los parientes, de acuerdo al inciso e) del artículo 2° del REGLAMENTO, como aquellos comprendidos hasta el segundo grado de consanguinidad, primero de afinidad y al cónyuge, lo cual es inadecuado, atendiendo a parámetros estrictos del Derecho de Familia, toda vez que el cónyuge no debe ser considerado como un pariente porque no lo es, por lo que la decisión que opta la RESOLUCIÓN SBS, consideramos que es la más correcta.

Por otro lado, es preciso señalar que la propiedad indirecta de una persona natural o jurídica a través de personas jurídicas se computa en función a la participación en el capital social en cada una de ellas, según lo siguiente:

- a) En proporción a la participación representativa cuando ésta es de cincuenta por ciento (50%) o menos.
- b) La totalidad de la propiedad, cuando la participación representativa es mayor al cincuenta por ciento (50%).

2.2.2. Vinculación según el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV

Se define a la vinculación como la relación entre dos personas, naturales o jurídicas, que conlleva a un comportamiento sistemáticamente concertado, de acuerdo al artículo 5° del REGLAMENTO SMV. Cabe señalar que el término subrayado fue el término agregado en el último REGLAMENTO SMV con respecto a su antecedente.

Este concepto, con la inclusión o exclusión del término *sistemáticamente*, adquiere vital importancia ya que consideramos que, el término *vinculada* es bastante amplio. Incluso, a primera impresión, puede llegarse a pensar que existe vinculación entre sociedades que tienen, aunque suene redundante, vínculos comerciales, de

organización, de estructura, entre otros. No obstante, de una lectura más detallada del mismo, podemos concluir que se requiere de más, tal y como es la comisión de un comportamiento concertado.

En tal sentido, centrándonos en el *comportamiento concertado* del cual se habla, la doctrina consideró que un comportamiento calificado como tal, puede ser la consecuencia de una relación casual o de una relación estable en el tiempo y, por ello, sólo debía incluirse en la definición este segundo caso, es decir, aquel comportamiento producto de una relación estable en el tiempo. De acuerdo a la Exposición de Motivos del REGLAMENTO “*la intención de la norma derogada (anterior al REGLAMENTO) siempre fue incluir en el concepto sólo aquellas relaciones entre dos personas naturales o jurídicas que fuera de tal naturaleza que acarree un comportamiento concertado no incidental. Inclusive, en ninguno de los antecedentes revisados para la elaboración del proyecto se encontró algún caso en el que CONASEV (ahora SMV) hubiera calificado como “vinculación” una relación en la que dos personas tuvieran una conducta accidental o fortuitamente similar.*” En esa línea, deseando reforzar el entendimiento del concepto, el REGLAMENTO, aumentó a la definición de la misma el término “sistemáticamente”. (Los agregados son nuestros)

En nuestra opinión, el término *comportamiento concertado* entre dos personas, naturales o jurídicas, no admitía una interpretación que se pueda afirmar que este comportamiento podría ser consecuencia de una relación casual. Como bien es definido en el DRAE, concertar significa “*pactar, ajustar, tratar, acordar un negocio*”, lo cual a todas luces no puede ser consecuencia de una casualidad. Por lo que consideramos que bajo una correcta interpretación como estaba redactado antes no inducía a error.

No obstante, en la RESOLUCIÓN analizada se decidió -a fin de enfatizar que con el término concertar se quería hacer referencia a la relación estable en el tiempo- incluir el término “sistemáticamente” concertado, lo cual a nuestro parecer, puede conllevar a una imprecisión o hasta dificultades, sobre todo en el momento de la probanza de una conducta. Nos explicamos.

El término *sistemáticamente* es definido según el DRAE, “*como aquello que sigue o se ajusta a un sistema*”. Por lo tanto, a nuestro parecer, el término

“sistemáticamente” no sólo abarca nociones de temporalidad, sino que implica que hayan existido actos precedentes producto de coordinaciones bajo un esquema elaborado. En otras palabras, el término “sistemáticamente” implica una mayor rigurosidad a la hora de probar una vinculación.

Consideramos más bien, que si lo que se deseaba era enfatizar la relación estable en el tiempo, un término a tomarse en cuenta pudo ser el de “*previamente*” concertado. De esta manera, si nos detenemos a pensar cuál –entre estos dos términos– era el más conveniente en términos regulatorios y sancionatorios, sería mejor hablar de “*previamente*” antes que de “sistemáticamente”. El término “*previamente*” obedece a una temporalidad que podría ser probada cuando se hallen indicios que nos digan que dos o más personas naturales o jurídicas se comportaron de manera concertada en un periodo de tiempo anterior. Como vemos fue una opción legislativa bastante favorable para las entidades reguladas y rigurosa para el ente supervisor, es decir, la SMV.

No obstante y siguiendo la misma técnica, el REGLAMENTO se refiere a dos presunciones *iuris tantum*, es decir, que admiten prueba en contrario, en las cuales se presumen la existencia de vinculación, siendo éstas:

I. Entre personas jurídicas:

- a) Cuando forman parte del mismo grupo económico, tal como se define en el artículo 7 del REGLAMENTO,*
- b) Cuando una misma garantía respalda las obligaciones de ambas, o cuando más del 50% de las de una de ellas son garantizadas por la otra, y ésta otra no es empresa del sistema financiero,*
- c) Cuando más del 50% de las obligaciones de una persona jurídica son acreencias de la otra, y ésta otra no es empresa del sistema financiero,*
- d) Cuando una persona jurídica tiene, directa o indirectamente, una participación en el capital social de otra que le permite tener presencia en su directorio,*
- e) Cuando un tercio o más de los miembros del directorio o de los gerentes de una de ellas son directores, gerentes o trabajadores de la otra.*

Lo dispuesto en los incisos b) y c) incluye a las empresas del Sistema Financiero para efectos de determinar la vinculación a que se refiere el segundo párrafo del Artículo 87° de la LMV¹³.

II. Entre personas naturales:

a) Que son parientes.

b) Cuando una de ellas es director o gerente de una persona jurídica en la cual la otra tiene, directa o indirectamente, una participación en el capital social que le permite tener presencia en su directorio.

c) Cuando ambas pertenecen al conjunto de personas que ejercen el control de un grupo económico, tal como se define en el artículo 7 del REGLAMENTO.

III. Entre personas naturales y jurídicas:

a) Cuando la persona natural tiene una participación, directa o indirecta, en el capital social de la persona jurídica que le permite tener presencia en su directorio.

b) Cuando la persona natural es director o gerente de la persona jurídica, o ha ejercido alguno de tales cargos en alguna oportunidad durante el último año.

c) Cuando la persona natural es director o gerente de alguna de las personas jurídicas del grupo económico al que pertenece la persona jurídica, tal como se define en el REGLAMENTO.

d) Cuando la persona natural pertenece al conjunto de personas que ejercen el control del grupo económico al que pertenece la persona jurídica, tal como se define en el REGLAMENTO.

Una vez establecidas las presunciones en las cuales se configura una vinculación, cabe hacer la salvedad que a pesar de que son muchas, se tratan de presunciones que pueden admitir prueba en contrario.

¹³ **“Artículo 87°.- Representante de los obligacionistas**

(...) Puede ser designado representante de los obligacionistas cualquier persona natural o jurídica que cumpla con los requisitos establecidos por CONASEV mediante norma de carácter general. En cualquier caso, no puede designarse como representante de los obligacionistas al emisor, a la entidad estructuradora ni a las personas con las que éstos tengan vinculación, conforme a las normas que apruebe CONASEV.”

2.2.3. Control según el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV

A fin de que se vea como un todo orgánico la regulación que se hiciese del control societario, considero que este concepto tuvo que ser sistematizado con el concepto dado en el artículo 105° de la LGS, más aún teniendo en cuenta que parte de las sociedades reguladas por la LGS, son las S.A.A., las cuales también se encuentran reguladas por la SMV, en virtud del artículo 253° de la LGS ya mencionado.

El término control se encuentra brevemente definido en el artículo 6° del REGLAMENTO como *la capacidad de dirigir la administración de la persona jurídica*. Además, se establecen presunciones que admiten prueba en contrario, en los casos siguientes:

a) Cuando a través de la propiedad directa o indirecta de acciones, contratos de usufructo, prenda, fideicomiso o similares, acuerdos con otros accionistas o cualquier otro acto jurídico, se pueden ejercer más de la mitad de los derechos de voto en la junta general de accionistas de dicha persona jurídica, salvo que en la misma persona jurídica un tercero se encuentre en la situación prevista en el inciso b) siguiente.

b) Cuando sin contar con más de la mitad de los derechos de voto en la junta general de accionistas de dicha persona jurídica, pueden designar o remover a la mayoría de los miembros del directorio.

Consideramos que dichas presunciones tuvieron que ser taxativas, es decir, no sólo quedar en el nivel de presunciones y que cada una de las situaciones descritas pudiese determinar la existencia de un control societario por sí mismas. Por otro lado, reconocemos que es una breve, pero buena la definición de control que se brinda y consideramos que debió ser seguida en la definición del artículo 105° de la LGS. No obstante, comprendemos que no fue así, toda vez que nuestra LGS es anterior al REGLAMENTO, ya que la primera entró en vigencia el 01 de enero de 1998, mientras que el REGLAMENTO hizo lo propio el 01 de enero de 2006.

Estamos convencidos que el artículo 105° en una posterior modificación deberá revisar la definición dada en el REGLAMENTO para una mejor propuesta. Y es que

definir el control, no es lo mismo que definir a la sociedad controlada como lo hace la LGS, en un marco de configuración de un fraude indirecto de acciones.

A continuación un cuadro comparativo con respecto al tratamiento que se le da al tema del control en la LGS, en específico en el artículo 105°; y, el tratamiento que se brinda al mismo, en el artículo 6° del REGLAMENTO:

Supuestos de Control en la LGS y la Resolución CONASEV N°90-2005-EF/94.10	
Artículo 105° de la LGS	Artículo 6° del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos (Resolución CONASEV N°90-2005-EF/94.10)
a) Se tenga, directa o indirectamente, la propiedad de más del cincuenta por ciento de acciones con derecho a voto.	Salvo prueba en contrario, se presume la existencia de control en los siguientes casos: a) Cuando a través de la propiedad directa o indirecta de acciones, contratos de usufructo, prenda, fideicomiso o similares, acuerdos con otros accionistas o cualquier otro acto jurídico, se pueden ejercer más de la mitad de los derechos de voto en la junta general de accionistas de dicha persona jurídica.
b) Se tenga el derecho a elegir a la mayoría de los miembros del directorio.	b) Cuando sin contar con más de la mitad de los derechos de voto en la junta general de accionistas de dicha persona jurídica, pueden designar o remover a la mayoría de los miembros del directorio.

Cuadro N° 1: Supuestos de Control en la LGS y la Resolución CONASEV N° 090-2005-EF/94.10

Como podemos observar en el Cuadro N° 1, los supuestos de control son más detallados en la REGLAMENTO que en el artículo 105° de la LGS. No obstante, debemos de indicar que se trata de presunciones en los que se configuraría *control sobre una sociedad*, mientras que en el artículo 105° no se hablan de presunciones, sino de situaciones fácticas.

Como podemos observar en el literal a) del artículo 6° del REGLAMENTO, vemos a los contratos de usufructo, prenda, fideicomiso “o similares” y, “acuerdos con otros accionistas o cualquier otro acto jurídico”. Por lo que, podemos concluir en que la *ratio legis* de la norma se encuentra en el hecho de que no se quería limitar los tipos de actos jurídicos que pueden dar lugar al ejercicio de los derechos de voto –y, por lo tanto, al control- sino todo lo contrario, se quiso incluir en un espectro amplio a todos los actos jurídicos que tengan la posibilidad de provocar dicho efecto, independientemente de que gocen de tipicidad o de la denominación que las partes les otorguen.

En el mismo sentido, la frase “*o cualquier otro acto jurídico*”, indicado en el literal a) del artículo 6° del REGLAMENTO, la cual fue introducida en la última modificación realizada al mismo, generó comentarios que “*señalaron que esta inclusión otorgaría demasiada discrecionalidad a CONASEV (ahora SMV) para determinar la existencia de un ejercicio indirecto de los derechos de voto en la sociedad*”¹⁴. Sin embargo, se dejó claro que la modificación introducida tenía por objeto enfatizar la vocación claramente enunciativa y no taxativa ya explicada anteriormente. (El agregado es nuestro)

En definitiva, considero acertada la técnica legislativa utilizada en el REGLAMENTO ya que no se cierran las posibilidades por las cuales se pueden presentar el control societario, es más se podría incluso incluir en esta parte a los pactos parasociales muy en boga, en la actualidad.

2.2.4. Grupo Económico según el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV

El Grupo Económico es definido como *el conjunto de personas jurídicas, cualquiera sea su actividad u objeto social, que están sujetas al control de una misma persona natural o de un mismo conjunto de personas naturales*, ello de acuerdo al artículo 7° del REGLAMENTO.

Como parte de la doctrina se pronuncia, al tema de grupos económicos, se le ha dado un tratamiento exiguuo en nuestra legislación, ejemplo de ello es el tratamiento brindado por la LGS, en la cual no se contempla una definición, ni la mera enunciación del término. De ahí la importancia que hubiese tenido este artículo 7° del REGLAMENTO, el cual parece que no tuviera como fin definir al Grupo Económico, sino ante la existencia de un Grupo Económico, determinar quién ejerce el control del mismo, lo que trae como resultado, que existan dos normas dentro del REGLAMENTO que hablen de la determinación de control, una para las empresas que al parecer no son grupo económico y otra regla de determinación del control para sociedades que sí llegan a calificar como grupo económico. El punto sería, cómo lograr darnos cuenta de

¹⁴ Exposición de Motivos del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos.

cuando aplicar esta la definición de control para grupos de empresas cuando no está definida.

Analizando de manera exegética el artículo 7° del REGLAMENTO, partiremos diciendo que será un grupo económico un conjunto de personas jurídicas, sociedades que no importando su actividad o su objeto social, se encuentren sujetos al control de una misma persona natural o de un mismo conjunto de personas naturales.

Hasta aquí para poder saber quién ejerce el control, lo que lógicamente se haría, sería aplicar los supuestos que se encuentran en el artículo 6° del REGLAMENTO (en donde no se distingue que el control puede ser ejercido por un persona natural o jurídica), es decir, buscar si una persona natural o un conjunto de ellas ejerce propiedad directa o indirecta de acciones, bajo cualquier acto jurídico de más de la mitad de sus derechos de voto en la junta general de accionistas de dicha persona jurídica; o que, sin contar con más de la mitad de los derechos de voto en la junta general de accionistas de dichas personas jurídicas, puedan designar o remover a la mayoría de los miembros del directorio.

Menuda tarea sería la que nos esperaría el realizar ese análisis, toda vez que hablamos de un conjunto de personas jurídicas. Ante el hecho de que estuviéramos hablando de tan solo diez personas jurídicas, ¿sobre qué capital social lo haríamos? Considero que sería sobre cada uno de los capitales de las personas jurídicas sobre la que analicemos la relación de control, al menos a primera impresión, esto lo considero correcto. De esta manera, en el caso que hagamos dicho examen a cada una de las diez empresas, imaginemos, que encontramos que en ocho de ellas, cumple la persona natural o el conjunto de ellas con al menos una de las dos características que se encuentra en el artículo 6° del REGLAMENTO, pero en dos de las persona jurídicas no se cumple, es decir, que no tienen la suficiente propiedad que le permite ejercer más de la mitad de los derechos de voto en la JGA de la sociedad, ni pueden designar o remover a la mayoría de los miembros del directorio. ¿Cuál sería la solución ante ello? ¿Dejamos de considerar a dicha persona como controladora de un grupo económico o excluimos a las dos empresas del universo de diez y la consideramos que es controladora del grupo económico que está integrada por las ocho empresas? Considero que la mejor solución se trata de la segunda opción.

Es decir, bajo la mencionada definición de control podríamos construir el concepto de grupo económico, ya que después de hacer el análisis que me indica el artículo 6° del REGLAMENTO y si una misma persona natural es controladora de un conjunto de sociedades, concluiré que ese conjunto de sociedades es un grupo económico. Sin embargo, ello no termina ahí.

El artículo 7° del REGLAMENTO, prosigue diciendo que *por excepción, se considera que el control lo ejerce una persona jurídica cuando, por la dispersión accionaria y de los derechos de voto de dicha persona jurídica, ninguna persona natural o conjunto de personas naturales ostente más del 30% de los derechos de voto ni la capacidad para designar a más del 50% de los miembros del directorio.*

Siguiendo nuestro análisis en el cual las dos sociedades que no cumplieron con tener el control de la persona natural o el conjunto de ellas, quedaron excluidas, esta segunda parte no nos ayuda a disipar ninguna duda, porque para nosotros, está claro que éstas simplemente no ingresarían a formar parte del grupo económico.

Sin embargo, tratando de aterrizar dicha norma a la realidad, supongamos que nuevamente sobre un universo de diez empresas vemos que éstas no son controladas por una persona natural o por un conjunto de personas naturales, es decir, se excluyen del primer supuesto de control al que se hace referencia y por el cual tendríamos a un grupo económico. En este caso, tendría sentido ir al supuesto de excepción. Y en efecto, supongamos que nos encontramos frente a un conjunto de personas jurídicas que al parecer son controladas a simple vista por otra persona jurídica. Frente a ello considero correcta la aplicación primero, del artículo 6° del REGLAMENTO a fin de poder comprobar si esta persona jurídica ejerce control, la pregunta es ¿existe alguna norma que me impida hacerlo? La respuesta es no. Por lo que actuando de manera ordenada nos iríamos a ver si realmente bajo los parámetros de control que establece en el REGLAMENTO aquella persona jurídica sería la controlante. En efecto, frente al mismo universo de diez sociedades de las cuales queremos saber cuántas de ellas forman un grupo económico ¿por qué primero no hacer un análisis de quién ejerce el control independientemente de que sea una persona natural o jurídica? La respuesta no la tengo certeramente, pero prosigamos.

Sin embargo, el artículo 7° nos propone otra forma de llegar a la conclusión de que una persona jurídica ejerza el control de un grupo económico. Y en vez de proponer proposiciones afirmativas vamos a llegar a la conclusión de que una persona jurídica podrá tomar el control, *por excepción*, si es que primero se cumplen con algunos de estos dos requisitos. El primero, cuando por la dispersión accionaria y de los derechos de voto de dicha persona jurídica, ninguna persona natural o de un conjunto de ellas, ostente más del 30% de los derechos de voto ni la capacidad para designar a más del 50% de los miembros del directorio. Haciendo un breve paréntesis debemos indicar que ese “*ni*” tiene un rol disyuntivo. Es decir, que en caso existiese una persona natural, ésta no puede ejercer ninguno de los dos supuestos, toda vez que si pudiera ejercer al menos la capacidad para designar a más de 50% de los miembros del directorio u ostentase más del 30% de los derechos de voto, no se podría aplicar la excepción de la cual se habla.

Antes de iniciar un ejemplo práctico diremos que en comparación al artículo 6° del REGLAMENTO, estos dos nuevos supuestos, en realidad, es uno solo, ya que el segundo supuesto del cual se habla en el artículo 7° del REGLAMENTO es igual al segundo supuesto del artículo 6° del mismo, sólo difieren en la expresión, ya que el primero habla “*de que pueda designar o remover a la mayoría de los miembros del directorio*”, mientras que el segundo supuesto del artículo 7° del REGLAMENTO nos habla de la “*capacidad para designar a más del 50% de los miembros del directorio*”. Como es fácil darnos cuenta en la segunda expresión se suprimió la facultar de remover, limitándola sólo a designar al 50% de los miembros del Directorio.

En un primer ejemplo, imaginemos, una situación en la cual debido a la dispersión accionarial no existe persona natural que ostente más del 30% de los derechos de voto ni la capacidad para designar a más del 50% de los miembros del directorio. En otras palabras, se cumplen los dos requisitos necesarios para aplicar la *excepción*, es decir, considerar que el control podría ejercerse por una persona jurídica. Por lo tanto, ante el contexto de una dispersión accionarial, no podríamos imaginarnos que una persona jurídica tenga más del 30%; sin embargo, si así fuere el caso, no tendríamos dudas de que esa persona jurídica será la que ostente el control, lógicamente sin la necesidad de que se cumplan los dos requisitos antes mencionados para la persona natural.

Pero ¿qué ocurre si justamente debido a la dispersión accionarial una persona jurídica tiene el 10% mientras que una persona natural el 29% de las acciones y no tiene la capacidad de designar a más del 50% de los miembros del directorio y el restante de las acciones se encuentran dispersas, ¿qué haríamos en ese caso? En estricto, la persona no alcanza la valla del 30% pero la persona jurídica tiene mucho menos de lo que la natural tiene, lo que me llevaría más a pensar que la persona natural es la que ejerce el control sobre esa sociedad. No obstante, si cumpla a rajatabla lo que dice dicho artículo 7° del REGLAMENTO, sacaría de juego a la persona natural y le daría el control a la persona jurídica, que tiene tan solo un 10% sobre las acciones de la sociedad, lo cual no me parece lógico. Primera incoherencia del artículo.

Bajo otro supuesto, ¿qué pasaría si una persona natural tiene el 31% de las acciones de una sociedad y una persona jurídica el 40% de las acciones y lo restante se encontrase disperso? Aplicando estrictamente el artículo 7° del REGLAMENTO no podemos calificar que exista en este supuesto, una real dispersión accionarial, por lo que diremos que encontramos una persona natural que ostenta más del 30% de los derechos de voto, que impide que se cumplan los dos requisitos para que se aplique “por excepción” la búsqueda del control en una persona jurídica. Asimismo, también nos damos cuenta que una persona jurídica posee un porcentaje mayor que la de la persona natural, situación que nos lleva a pensar que la razón de ser de la norma se apoya en el hecho de querer saber exactamente sobre qué persona natural, en primera instancia, recae el control. Sin embargo, al tratar de realizar ese objetivo se cambia de manera radical el análisis establecido en el artículo anterior, es decir, el artículo 6° del REGLAMENTO.

En conclusión, lo que se está haciendo en el artículo 7° del REGLAMENTO es dibujar una nueva forma de análisis de control para los grupos económicos y se hace bajando el límite del porcentaje sobre el cual se ejerce la propiedad directa e indirecta; y ampliando el segundo supuesto, como lo vemos detallado en el siguiente cuadro:

Diferencias entre el análisis de control en el artículo 6º y el artículo 7º del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos (Resolución CONASEV N°90-2005-EF/94.10)	
Artículo 6º del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos (Resolución CONASEV N°90-2005-EF/94.10)	Artículo 7º del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos (Resolución CONASEV N°90-2005-EF/94.10)
Presunciones de Control: "Salvo prueba en contrario, se presume la existencia de control en los siguientes casos:	Supuestos en los cuales por excepción el control puede ser ejercido por una persona jurídica dentro de un Grupo Económico: "Por excepción, se considera que el control lo ejerce una persona jurídica cuando,
a) Cuando a través de la propiedad directa o indirecta de acciones, contratos de usufructo, prenda, fideicomiso o similares, acuerdos con otros accionistas o cualquier otro acto jurídico, se pueden ejercer más de la mitad de los derechos de voto en la junta general de accionistas de dicha persona jurídica, salvo que en la misma persona jurídica un tercero se encuentre en la situación prevista en el inciso b) siguiente.	(...) por la dispersión accionaria y de los derechos de voto de dicha persona jurídica, ninguna persona natural o conjunto de personas naturales ostente más del 30% de los derechos de voto (...)
b) Cuando sin contar con más de la mitad de los derechos de voto en la junta general de accionistas de dicha persona jurídica, pueden designar o remover a la mayoría de los miembros del directorio".	ni la capacidad para designar a más del 50% de los miembros del directorio".

Cuadro N° 2: Diferencias entre el análisis de control en el artículo 6º y el artículo 7º del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos (Resolución CONASEV N° 090-2005-EF/94.10)

En el Cuadro N° 2, podemos observar cómo los requisitos se flexibilizan para poder encontrar el control dentro de un grupo económico. Del análisis de ambas columnas, fácilmente podemos concluir que una persona natural que posea el 31% de las acciones ya tendrá control sobre la persona jurídica que integre un grupo económico. Lamentablemente, la interrogante es ¿cuándo empezar a aplicar este flexible análisis de control?, toda vez que se llega al concepto una vez terminado dicho análisis de control. Un círculo vicioso sin duda.

2.2.5. Presunciones de Control según el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos de la SMV

El artículo 8º del REGLAMENTO nos habla de dos presunciones de control *iuris tantum*. Sin embargo, no se especifica cuándo se utilizarán dichas presunciones. Nosotros consideramos que se utilizarán, una vez finalizado el análisis que describe el artículo 6º del REGLAMENTO o, en caso de Grupo Económico, el artículo 7º del REGLAMENTO y no se logre identificar claramente quién ejerce control sobre dicha persona jurídica.

Por lo tanto, una vez culminado el análisis que dictan los artículos 6º y 7º del REGLAMENTO y al no encontrar a alguien (persona natural o persona jurídica) que certeramente, ejerciere el control sobre alguna persona jurídica, se podrá aplicar las presunciones enunciadas.

La primera presunción nos dice que *se presume, salvo prueba en contrario, que las personas que ejercen los cargos de apoderados, representantes legales, directores o gerentes de una persona jurídica ejercen el control sobre ella*. Mientras que la segunda señala que *se presume, salvo prueba en contrario, que las personas jurídicas vinculadas se encuentran sujetas a un control común*.

En doctrina, estas presunciones generaron preocupación desde que estuvo en proyecto el REGLAMENTO, básicamente por su amplitud y por las graves implicancias que podrían acarrear. Otras opiniones giraban en torno a la aprobación de la inclusión de estas presunciones, aunque señalaban que ellas debían estar referidas exclusivamente a las empresas denominadas “*off-shore*”¹⁵.

Sin embargo, la propia Exposición de Motivos nos dice que lo primero que se debe de tener en cuenta es la naturaleza de presunción que tienen esta norma, es decir, se trata de una disposición que se aplica caso por caso y que tiene por objeto revertir la carga de la prueba. Y en efecto, en dicha exposición se confirma lo antes dicho por nosotros, cuando se dice que “*estas presunciones han sido diseñadas para aplicarse a casos en los que no se tiene más información que el nombre del representante que actúa a su nombre (de la persona jurídica) en el país (...) ya que no tendría sentido que CONASEV (ahora SMV) las utilice para imputar el ejercicio del control al representante legal de una empresa cuando son conocidas las personas que ejercen el control, que integran el directorio y/o que poseen la mayoría de las acciones*”. (El agregado es nuestro)

Y lo dice de manera más explícita cuando afirma que *estas dos presunciones han sido diseñadas principalmente para aplicarse a aquellas empresas denominadas off-shore*¹⁶, haciendo la salvedad que, nada impide que dicha presunción pueda operar sobre otro tipo de empresas.

¹⁵ Dichas opiniones podemos encontrarlas en la Exposición de Motivos del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos.

¹⁶ Sabemos que inicialmente, el término anglosajón de *off-shore* u *off-shoring* significa “*en el mar*” o “*alejado de la costa*”, pero que en el ámbito societario y financiero es utilizado para hacer referencia a las sociedades constituidas en el extranjero, pero específicamente, en centros financieros con un nivel impositivo muy bajo (también denominado paraísos fiscales), que generalmente se encuentran en islas (de ahí, tal vez la utilización del término). Comúnmente se cree que dichas sociedades son constituidas en esos lugares a fin de ocultar el propietario o beneficiario de determinados bienes, por diferentes

Consideramos que es bastante interesante la primera presunción de control que hemos desarrollado y sobre la que ya se ha explicado en la Exposición de Motivos del REGLAMENTO. Sin embargo, poco o nada se dice de la segunda presunción a la que se hace referencia en la Exposición de Motivos, tal vez, porque como veremos más adelante, resulta incoherente.

Esta segunda presunción nos dice que *“se presume que las personas jurídicas vinculadas se encuentran sujetas a un control común”*. Consideramos que es innecesaria esta presunción, a la luz de lo que hemos venido estudiando, ya que se refiere a un caso de personas jurídicas vinculadas, es decir, de un estadio posterior, en el que dicho análisis como hemos podido observar, su probanza constituye uno de los temas más complicados que existen dentro de este REGLAMENTO, toda vez que se habla de un comportamiento “sistemáticamente” concertado. De ahí que existan supuestos de presunción que ayuden a afirmar la vinculación entre sociedades. En tal sentido, encontramos el literal a) del numeral I del artículo 5° del REGLAMENTO, el cual establece un supuesto de presunción de que dos o más personas jurídicas son vinculadas *“cuando forman parte del mismo grupo económico, tal y como es definido en el artículo 7° (del REGLAMENTO)”*.

Esto bajo cualquier análisis nos lleva a pensar que se ha considerado más fácil probar que dos o más sociedades forman un grupo económico a que estén vinculadas. Y esta afirmación, en mi opinión, sí tiene sentido ya que como antes lo estudiamos las normas se flexibilizan para la probanza de que sean un grupo económico. De esta manera, una persona natural requiere más del 31% para afirmar que tiene control sobre un conjunto de sociedades que forman parte de un grupo económico.

Ahora, si ya hay un grupo económico, lógicamente existe un control de una misma persona, es la realidad evidente a la que nos lleva nuestro estudio. No hay que olvidar que el Grupo Económico no es un concepto que existe, es una realidad que se construye una vez realizado un análisis de control a las personas naturales y jurídicas que las conforman. Por lo tanto, hasta aquí es obvio que es más fácil analizar el control de un conjunto de sociedades; posteriormente, considerarlas grupo económico y

motivos (llámense lavado de dinero, ocultamiento de bienes, etc.), de ahí el especial cuidado que se debe tener en su regulación.

finalmente, afirmar que están vinculadas, que no es una afirmación nada sencilla, ya que decir esto en nuestro país conlleva una carga importante. Decir que un conjunto de sociedades se encuentran vinculadas significa afirmar que existe un comportamiento “sistemáticamente” concertado entre las personas que resulten parte del grupo económico, bajo la presunción, claro está.

Por todo lo dicho anteriormente, este segundo supuesto mencionado en el segundo párrafo del artículo 8° del REGLAMENTO, ya no nos ayuda, porque si hemos sido capaces de llegar a la conclusión de que un conjunto de personas jurídicas son grupo económico ya pasamos el análisis, lógicamente de que se hallan sujetas a un control común.

Sin embargo y sólo con ánimos de buscar una justificación a la segunda presunción, imaginemos que llegamos a tener certeza que entre personas jurídicas que no tienen absolutamente ninguna relación y sobre las cuales no se pueden aplicar ninguna de las presunciones que nos ayudarían para concluir que son vinculadas, logramos probar que realizan un “comportamiento sistemáticamente concertado”, es decir, son vinculadas propiamente dicho y sin la ayuda de las presunciones.

Frente a este único supuesto, en el cual no he podido probar que son grupo económico, es decir, “no están sujetas al control de una misma persona natural o de un mismo conjunto de personas naturales”, pero sí son vinculadas, el segundo supuesto me ayudaría a afirmar que además de vinculadas “se encuentran sujetas a un control común” por presunción del artículo 8° del REGLAMENTO. Pero, ¿cuál es el efecto práctico que produce ello? Ninguno. Porque para efectos de presentación de información no voy a gastar recursos para investigar si son o no vinculadas, me basta analizar si son grupo económico, utilizando las flexibilidades que me otorga el REGLAMENTO, y por ahí requeriré la información que deseo. Por el lado de procedimientos sancionadores, que sí sería factible gastar recursos de tiempo y dinero y siendo que mi fin es sancionar a dos o más sociedades que se comportaron sistemáticamente concertadas y ya lo demostré, podré sancionar a ambas, sin necesidad de presumir que se encuentran sujetas a un control común. Por lo tanto, no existe ningún motivo práctico que me haga recurrir a la segunda presunción de control.

Por ello, de este segundo supuesto esbozado del artículo 8° del REGLAMENTO, no se desprende ninguna consecuencia práctica, ya que la expresión quedaría expresada bajo la siguiente afirmación: “he demostrado que son vinculadas, sin necesidad de utilizar las presunciones, no son grupo económico pero, por presunción se encuentran sujetas a un control común”. Simplemente ilógico, por lo que en mi propuesta de modificación sugiero eliminar dicha presunción.

Al iniciar este capítulo, teníamos como principal crítica el hecho de que nuestra LGS no contuviera normas respecto al control societario que es una realidad; y que atendiendo a ella, el estudio de las dos normas sectoriales expedidas por la SBS y CONASEV, ahora SMV, nutriría mucho a nuestra regulación. Además que haría que nuestras sociedades, las existentes y las que estuvieren en proyecto, puedan crecer de manera ordenada a fin de que, tal vez, cuando deseen ingresar a ser una empresa pública, en el sentido de ser una sociedad anónima abierta, puedan contar con un esquema ordenado de sus empresas filiales, vinculadas y tengan conocimiento de las responsabilidades que ello implica.

De esta manera, nos propusimos estudiar las normas que más afín estuvieran a las sociedades en su conjunto a fin de poder ayudar a formular una definición de *control societario*. Luego de analizar dichos dispositivos sectoriales podemos decir, que con respecto al REGLAMENTO no existe una sistemática en este dispositivo, lo que no permite una comprensión cabal del mismo.

A nuestro parecer, las normas deberían ser más fáciles de configurar, atendiendo ello a la *ratio* que las impulsa. En ese sentido, considero que la configuración del control debe ser una sola. El definir al control como la *capacidad de dirigir la administración de la persona jurídica*, es buena pero no es objetivamente comprobable. Considero, más bien, que las presunciones del artículo 6° del Reglamento sí son objetivamente comprobables por lo que sugiero replicarlas y mejorarlas.

A nuestro humilde parecer el Grupo Económico, con el objetivo de querer saber, en última instancia, quién es el controlador persona natural, debe seguir normado en el sentido de poder encontrarlo. Sin embargo, si ello no fuere posible, luego de que las *posibles personas naturales controladoras* no pudiesen superar la definición y las

presunciones de control. Recién ahí podríamos dar paso a buscar el control en cabeza de una persona jurídica. Recién en este caso, podríamos flexibilizar las normas que presuman que tienen el control, cuidando siempre que con respecto a una persona natural, ésta última sí pueda ejercerlo. Pues en ese caso, sobre la persona natural deberá recaer el control. Todo ello a fin de tener sociedades transparentes y ordenadas.

2.3. El artículo 105° de la LGS a la luz de la RESOLUCIÓN SBS y el REGLAMENTO SMV

El artículo 105° de la LGS constituye el único artículo de los 478 existentes, que se refiere tangencialmente al control de las sociedades y de alguna manera u otra a los grupos de sociedades, aunque de manera incorrecta use la sumilla de *control indirecto de acciones*¹⁷. Y es que en realidad, tal y como lo comenta parte de la doctrina, este artículo es el único que se mantuvo luego del debate en la Comisión Redactora del Anteproyecto de la LGS, de los 22 artículos que inicialmente se presentaron.

Asimismo, es preciso señalar que definiciones tales como sociedades filiales, subsidiarias o relacionadas, tampoco han tenido un lugar en la legislación de la LGS, excepto el término vinculada, el cual se encuentra en el artículo 179°¹⁸ de la LGS, pero no definiendo el término, sino dando consecuencias a la existencia de una relación entre empresas (y no sociedades) vinculadas con respecto a los contratos, créditos, préstamos y garantías. Esta particular situación del término *vinculada*, genera

¹⁷ Consideramos que si bien es cierto, no es de trascendental importancia hacer la precisión de que la sumilla no va en correspondencia con el artículo del contenido de la norma, toda vez que según la Primera Disposición Final de la LGS, *los títulos de los artículos son meramente indicativos, por lo que no deben ser tomados en cuenta para la interpretación del texto legal*, sí merece un comentario aparte a fin de hacer la precisión respectiva.

¹⁸ “**Artículo 179.- Contratos, créditos, préstamos o garantías**

El director sólo puede celebrar con la sociedad contratos que versen sobre aquellas operaciones que normalmente realice la sociedad con terceros y siempre que se concierten (*sic.*) en las condiciones del mercado. La sociedad sólo puede conceder crédito o préstamos a los directores u otorgar garantías a su favor cuando se trate de aquellas operaciones que normalmente celebre con terceros.

Los contratos, créditos, préstamos o garantías que no reúnan los requisitos del párrafo anterior podrán ser celebrados u otorgados con el acuerdo previo del directorio, tomado con el voto de al menos dos tercios de sus miembros.

Lo dispuesto en los párrafos anteriores es aplicable tratándose de directores de empresas vinculadas y de los cónyuges, descendientes y parientes dentro del tercer grado de consanguinidad o segundo de afinidad de los directores de la sociedad y de los directores de empresas vinculadas.

Los directores son solidariamente responsables ante la sociedad y los terceros acreedores por los contratos, créditos, préstamos o garantías celebrados u otorgados con infracción de lo establecido en este artículo.”

problemas al momento de aplicar la misma, toda vez que es imposible su adecuada aplicación si es que no se sabe qué se entiende por dicho término.

De una primera lectura del artículo 105° de la LGS, podemos decir que la norma bajo análisis no tiene la mejor definición que se pudo haber hecho del tema, en cuanto estructura y sistemática se refiere. Sin embargo, tiene conceptos de trascendental importancia que merecen la pena un estudio detenido. De esta manera el artículo 105° de la LGS nos dice:

“Artículo 105.- Control indirecto de acciones

Las acciones de propiedad de una sociedad que es controlada por la sociedad emisora de tales acciones no dan a su titular derecho de voto ni se computan para formar quórum. Se entiende por sociedad controlada aquella en la que, directa o indirectamente, la propiedad de más del cincuenta por ciento de acciones con derecho a voto o el derecho a elegir a la mayoría de los miembros del directorio corresponda a la sociedad emisora de las acciones”

Cuando decimos que este artículo no tiene la mejor estructura que se pudo haber hecho, es que consideramos que la consecuencia colocada en la primera idea del artículo tuvo que ser puesta de manera posterior a la premisa, la cual se ubica en la segunda idea (últimas líneas del párrafo). Con respecto a la sistemática, ya hemos señalado que este artículo, a nuestro humilde parecer no responde a los criterios de sistematicidad rigurosa que se debe de exigir en una LGS, sobre todo teniendo en cuenta que nos ubicamos dentro del Título I que trata acerca de las Acciones de una Sociedad.

No obstante, con ánimos de reconocer los principales aportes a los que la norma se refiere, diremos que este artículo, como en pocos casos lo hace, define expresamente qué se entiende por sociedad controlada y lo hace definiéndola *como aquella en la que, directa o indirectamente, la propiedad de más del cincuenta por ciento de acciones con derecho a voto o el derecho a elegir a la mayoría de los miembros del directorio corresponda a la sociedad emisora de las acciones*. A pesar que parece que la intención del legislador fue buena, lamentablemente no fue suficiente dicha

conceptualización, ya que no nos brinda una seguridad en la tipificación del supuesto de hecho a una sociedad que se quiera calificar como controladora o como controlada.

Un término que se desprende de un primer análisis de la segunda idea de nuestro artículo 105° es “*sociedad emisora de las acciones*” la cual, a primera impresión puede inducir a error ya que el término *sociedad emisora* es propia del mercado de valores y según el literal g) del artículo 8 del TUO de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Decreto Supremo N° 093-2002-EF, un emisor es definido como la persona de derecho privado o de derecho público que emite valores mobiliarios. Sin embargo, ése no es el caso. Cuando el artículo 105° de la LGS habla de sociedad emisora hace la añadidura “de las acciones” por lo que nos hace suponer que no se trata del concepto de una sociedad emisora simple, sino de una sociedad que ha emitido acciones.

En cuanto a la sistemática, consideramos que cuando se intentó definir a la sociedad controlada, el artículo tuvo que poner énfasis en la interdependencia accionaria existente entre dos sociedades, A y B por ejemplo, ya que cada una será accionista de la otra, es decir, A será propietaria de las acciones de B y B será propietaria de las acciones de A. Sin embargo, esta interdependencia se dará en distinta proporción, es decir, una de ellas será, en primera instancia, la creadora de la otra. Siguiendo nuestro ejemplo, A será la creadora de B. Esta operación es bastante conocida en nuestro medio, y es por ello que encontramos estructuras societarias donde existiendo una pluralidad de accionistas (por ejemplo cinco accionistas) uno de ellos es una persona jurídica o una persona natural que concentra gran parte del accionariado, digamos el 90% por ejemplo.

Continuando con nuestro ejemplo, diremos que la sociedad A constituye a la sociedad B aportando el 60% de su capital social (llámense acciones con derecho a voto). Es decir, tiene una propiedad, en este caso, directa sobre más del 50% de acciones con derecho a voto. Este supuesto que acabamos de explicar, constituye el primer requisito que nuestra ley hace, cuando califica a la sociedad controlada, que en nuestro ejemplo se refiere a la sociedad B. Por lo tanto, tenemos a la sociedad A como la sociedad controladora y la sociedad B, como la sociedad controlada.

A este primer presupuesto lo hemos denominado el *presupuesto objetivo de propiedad directa*. Lo denominamos *objetivo*, toda vez que es fácilmente comprobable, ya que basta un análisis simple de la estructura de la sociedad analizada; y de *propiedad directa*, ya que, a simple vista encontramos una relación sencilla en la cual una sociedad es propietaria de otra.

Este presupuesto, al que hemos denominado *objetivo de propiedad directa*, no suele ocurrir con frecuencia en la sociedad común y corriente, sino que, procurando que no sea fácilmente detectable a fin de conseguir objetivos que generalmente se orientan a beneficios tributarios, se crean relaciones un tanto enrevesadas que las hacen difíciles de detectar. En tal sentido, encontramos otro presupuesto al que nosotros denominamos *presupuesto objetivo de propiedad indirecta*, donde el análisis se complejiza más, ya que la relación existente entre dos sociedades no es tan fácilmente detectable como en el primer presupuesto. Asimismo, nos damos cuenta de que al hablar de propiedad indirecta estamos aludiendo a un concepto difuso, del cual tenemos algo de luces, más por la doctrina que por el trabajo legislativo. En efecto, parte de la doctrina cada vez que ha hecho referencia al término propiedad indirecta del artículo 105°, nos asegura que se tratan de sociedades filiales, subsidiarias, controladas, relacionadas y hasta vinculadas, sin reparar cual es la diferencia entre estos términos.

2.4. Propuesta de Proyecto de Modificación del artículo 105° de la LGS

Por todo lo expuesto, consideramos que el control al que se refiere nuestra LGS, debe ser claramente descrito tomando la ayuda de lo analizado en las NORMAS aprobadas por la RESOLUCIÓN SBS y el REGLAMENTO SMV, ambos ya analizados. En tal sentido, considero que el artículo 105° de la LGS, debe conceptuar al control societario no bajo el supuesto de la sociedad controlada, como hoy lo hace, sino de manera global, por lo que proponemos la siguiente redacción:

“Artículo 105°.- Control de una sociedad

Se considera control la capacidad de dirigir la administración *de una sociedad, pudiendo recaer ésta sobre una persona natural o jurídica*. Existe control:

a) Cuando a través de la propiedad directa o indirecta de acciones, contratos de usufructo, prenda, fideicomiso o similares, acuerdos con otros accionistas o cualquier

otro acto jurídico, se pueden ejercer *más del cincuenta por ciento* de los derechos de voto en la junta general de accionistas de dicha persona jurídica-

b) Cuando pueden designar o remover a más del cincuenta por ciento de los miembros del directorio”.

Una vez que sepamos exactamente quién ejerce control sobre una sociedad podemos pasar al desarrollo de lo que se entiende por control indirecto de acciones, el cual se dará cuando haya interdependencia de participaciones accionarias entre dos o más sociedades. En nuestro ejemplo, la sociedad A constituye a la sociedad B, aportando con la suscripción y pago de un 60% de su capital sobre acciones con derecho a voto. Fácilmente podemos concluir que se trata de un típico caso en el cual A ejerce control sobre B, ya que aquélla posee más del 50% de las acciones de manera directa con derecho a voto del capital de B.

Sin embargo, sólo esa situación no es la que propone el artículo 105° de la LGS, sino que lo complejiza cuando B, sociedad controlada, a su vez participa en el capital de A, aportando con la suscripción y pago de cualquier porcentaje de su capital. Entonces, B es accionista de A, su sociedad controladora. En otras palabras, existe una interdependencia de participaciones entre ambas, pero en distintas proporciones.

Hasta aquí es obvio que el grupo de control de A crea a B, y hace que B participe de A para poder tener una mayor capacidad de decisión sobre A, ya que es fácil darnos cuenta que algún tema que sea propuesto por A en una JGA, gozará de la votación a favor, de B. De ahí que, nuestra LGS plantee como primera consecuencia frente a esta situación, no dar a su titular derecho de voto; y como segunda consecuencia, que dichas acciones no se computen para formar quórum. Severas consecuencias que se justifican en el hecho de querer evitar el fraude en la utilización de las acciones propias.

3. El fraude en la utilización de las acciones propias

Montoya Manfredi nos dice que *el control indirecto de las acciones tiene relación con el tema de los grupos económicos que se da por la concertación de la voluntad de personas naturales, personas jurídicas, que ejercen influencia y control,*

sobre alguna otra, o respecto de una de ellas. Concluyendo, que se ejerce control cuando las personas actúan como unidad para adoptar decisiones¹⁹.

Considero que el ejemplo explicado en el párrafo anterior, en palabras de Elías Laroza, es un *“método indirecto para lograr que, con los recursos de la propia sociedad, se adquieran acciones emitidas por ella y que, violando las disposiciones legales sobre suspensión de sus derechos, dichas acciones terminen asistiendo a las juntas generales y votando por los directores y (de igual forma que los) accionistas que conforman el grupo dominante de la sociedad”*²⁰.

Este sistema se caracteriza por la creación de filiales o subsidiarias de la propia sociedad que emite las acciones (en nuestro caso la sociedad A) u otras sociedades con testaferros, a las cuales la sociedad provee de recursos a través de préstamos o aportes de capital (este segundo caso, el del ejemplo expuesto). Posteriormente, estas sociedades una vez que adquirieron las acciones de la sociedad emisora (en nuestro ejemplo, de su sociedad constituyente) concurren a las juntas generales de accionistas de la sociedad emisora, en calidad de accionista (porque, en efecto lo son, aunque sea de una pequeña proporción, imaginemos un 10%) formando quórum y posteriormente, votando a favor de los directores o accionistas del grupo dominante.

Y vuelvo a traer a colación lo dicho por Elías Laroza, quién hace una acertada pregunta, ¿cuál es la naturaleza de esta actitud por parte del grupo dominante? La doctrina también es categórica: se trata de un delito²¹.

Así, Alfredo De Gregorio decía: *“En el caso de que la sociedad pretenda ejercitar los derechos correspondientes a las acciones propias que posea haciendo transmisiones ficticias de los títulos a testaferros u hombres de paja, estaremos ante un supuesto de fraude a la ley, del que serán responsables los administradores.”*²²

¹⁹ MONTROYA MANFREDI, Ulises, *et.al.*, *Derecho Societario*, t. I, 11^{ra} ed., Lima: Grijley, 2004.

²⁰ ELÍAS LAROZA, Enrique, *Derecho Societario Peruano*, Editora Normas Legales S.A.C, Trujillo, 1999, p. 218.

²¹ *Ibidem*, p. 219.

²² Coincido con Elías Laroza que cuando De Gregorio se refiere a los “administradores”, para nuestro caso se aplicaría a los directores de la sociedad.

4. Normativa a fin de evitar el fraude indirecto en nuestra LGS

El querer desincentivar estas situaciones de fraude a la Ley, ha hecho que nuestra LGS prevea dos consecuencias sobre las acciones de sociedades controladas. Lamentablemente, dichas consecuencias han sido enunciadas en el artículo 105° no atendiendo a una sistemática legislativa correcta, ya que la primera, se refiere a no reconocer en su titular derechos de voto; y, como segunda, que dichas acciones no sean computadas a fin de formar el *quórum* exigido por Ley.

Por un orden de temporalidad, consideramos que; en primer término tuvo que ser enunciada la consecuencia por la que a las acciones se las privaba de ser computadas a fin de formar el *quórum*; posteriormente, el hecho de que a sus titulares no se les reconociera sus derechos de voto en una JGA.

A simple vista, consecuencias de mucha severidad, al privar a las acciones de parte de sus derechos políticos, tal vez los más importantes. Sin embargo, éstas se hacen necesarias a fin de desincentivar dichas maniobras, que solamente hacen que una sociedad se debilite en su estructura y en su proceso de elección, haciendo que el grupo dominante cuente con la mayoría que necesita a fin de concretar sus proyectos que, generalmente, no beneficiaría a todos (ya que si así lo hiciera, sin ningún problema podría obtener mayoría en una JGA) y más bien causaría perjuicio a los accionistas minoritarios, quiénes bajo estas circunstancias no tienen mayores medidas de defensa que las proporcionadas por la Ley.

CAPÍTULO V

EL *ESPECIAL* MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS COTIZADAS

1. Introducción

No cabe duda ya, que en el siglo XVII, Holanda no sólo heredaba al mundo excelentes pintores como Franz Hals, immortalizado por sus obras “*La cingara o la gitanilla*” o por su mundialmente reconocido retrato de “*René Descartes*” u otro de sus pintores eximios como Rembrandt con su obra recordada “*El Regreso del Hijo Pródigo*”, sino que además, Holanda nos heredaba a principios de aquel siglo una creación producto de un sector mercantil dinámico, que poco a poco se ha ido consolidando y día a día adquiere carices merecedores de un estudio prolijo y concienzudo. Nos referimos, sin temor a equivocarnos, a la concretización más importante que ha adquirido la persona jurídica; es decir, a la Sociedad Anónima.

Ríos de tinta se han escrito acerca de la Sociedad Anónima, y pretender en unas cuantas páginas resumir todo ello sería un trabajo fútil que no brindaría mayores aportes a esta humilde tesis. Sin embargo, obviar dentro de la búsqueda del fundamento de la OPA a su principal protagonista tampoco sería serio. Producto de estas premisas, hemos llegado a la conclusión de que debemos referirnos a la Sociedad Anónima Abierta y centrarnos en una sub-modalidad de la misma, cual es la Sociedad Anónima Abierta Cotizada¹, que es sobre la cual recae la obligación de realizar una OPA, objeto de estudio de esta tesis.

En tal sentido en el presente capítulo desarrollaremos los aspectos más importantes que debemos de conocer de las Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas. Una vez culminado este estudio pasaremos a dar cuenta del porqué el mercado de control que originan éstas, se considera un mercado de control *especial* y cuáles son las

¹ La Sociedad Anónima Abierta o también denominada de accionariado difundido o disperso junto a la Sociedad Anónima Cerrada o Familiar son las dos sub-modalidades de la Sociedad Anónima Regular en nuestra legislación. Sin embargo, ello no sucede en todas las legislaciones de los distintos países, ya que existe un grupo de países que considera que la sociedad anónima es, en sí misma una sociedad, dejando de lado la subdivisión de modalidades.

En Chile, según el art. 2, la Ley N° 18.046, Ley sobre sociedades anónimas. (Publicado D.O. 22.10.1981), las sociedades anónimas pueden ser de dos clases: abiertas o cerradas. Son sociedades anónimas abiertas aquellas que hacen oferta pública de sus acciones en conformidad a la Ley de Mercado de Valores; aquellas que tienen 500 o más accionistas y aquellas en las que a lo menos el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas. Mientras que son sociedades anónimas cerradas las que no son sociedades anónimas abiertas, sin perjuicio de que voluntariamente puedan sujetarse a las normas que rigen a las sociedades anónimas abiertas. Las sociedades anónimas abiertas se encuentran sometidas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros, y deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores y observar las disposiciones legales especiales que les sean aplicables. En Argentina, en la Ley 19.550 de Sociedades Comerciales no se hacen diferencias entre las sub-modalidades de la Sociedad Anónima, ya que a partir del art. 163 y ss. en donde tratan acerca de la Sociedad Anónima no hace referencia a ninguna división.

posturas que se han esgrimido para adoptar una determinada regulación del mismo, siendo la OPA obligatoria, el procedimiento elegido en nuestro país.

2. La Sociedad Anónima Abierta: Redescubriendo los principales objetivos que dieron origen a su creación

La Sociedad Anónima Abierta, calificada ya por Ngo Ba Thanh como una especie que era cobijada bajo el nombre de sociedad anónima, cuyo gigantismo inevitablemente hacía que capte la atención del público ya había dejado de vestirse al estilo contractual para convertirse en un organismo extracontractual creado por el Estado para recoger el ahorro del público. En esas líneas, ya Ngo Ba Thanh expone de manera casi literaria, algunas de las características que posee la Sociedad Anónima Abierta, características que no son casuales, sino que vienen *per se* con la naturaleza jurídica de la sociedad estudiada.

En tal sentido, no le falta razón a Elías Laroza cuando nos recuerda que la Sociedad Anónima Abierta “*aparece cuando la acumulación del capital hizo necesaria la creación de nuevos mecanismos canalizadores de la inversión y el ahorro, a través de empresas organizadas en base al nuevo interés del inversionista, el cual no podía ser satisfecho a través de las formas societarias clásicas, fieles al principio del affectio societatis en las que se fundaron*”².

Sin embargo, elegir la nueva opción y con ello renunciar a sociedades donde primaba la *affectio societatis* (o personalistas), era renunciar a un *plexo* de derechos que tal vez, ya no eran tan importantes para los socios; o tal vez la renuncia de éstos implicaba mayores beneficios que costos. En efecto, nos referimos en primer lugar, al derecho de voto³, es decir, el derecho que tiene cada accionista de expresar su voluntad en la sociedad, que fue renunciado ante la necesidad de que ésta se conduzca con

² ELÍAS LAROZA, Elías, *op. cit.*, p. 537.

³ Cuando nos referimos a la renuncia del derecho de voto, lo decimos bajo diversas perspectivas. Una de ellas, es la referida al hecho de que un accionista suscriba acciones privilegiadas o acciones sin derecho a voto, de conformidad con el artículo 96º de nuestra LGS; otra caso será el de un inversionista-accionista, el cual puede suscribir acciones, pero no con un *animus* de socio, sino buscando el momento oportuno para vender dichas acciones por lo que no le importa el ejercer su derecho a voto. Finalmente, tenemos el caso de un inversionista que posee un porcentaje muy pequeño de acciones el cual considera que así tenga acciones que le brindan un derecho a voto, poco o nada afectará la decisión que se pretenda tomar en la sociedad si ejerciera dichos derechos.

profesionalismo, eficiencia y eficacia, que lógicamente, al final se refleje en una inversión redituada.

La llamada revolución industrial generó en la estructura de las sociedades, el fenómeno de la dispersión del accionariado, hecho que promovió la aparición de la sociedad anónima abierta, un tipo de sociedad con características y necesidades diferentes a las sociedades que habían venido siendo utilizadas hasta esos momentos, sociedades que se habían caracterizado por tener estructuras societarias pequeñas y de naturaleza cerrada, con accionistas que incluso podían llegar a tener relaciones consideradas familiares de marcado carácter personalista (regidas por el principio del *intuitu personae*)⁴.

Montoya Manfredi, nos dice que, en términos generales, la sociedad anónima abierta se identifica con la gran sociedad anónima, la cual se caracteriza por ser promovida por unos pocos, pero que necesita del capital de muchos y, por tanto, recurre al ahorro público. Por lo que no es sorpresa ver que este tipo de sociedad ha de apelar, para su financiación al mercado de capitales y busca inscribir sus acciones en el RPMV a fin de cotizar en bolsa sus acciones, o en su defecto, no inscribir sus acciones en bolsa, pero contar con la posibilidad de poder recurrir al mercado de valores para financiarse. Cabe resaltar, que todas las sociedades anónimas abiertas, bajo nuestra regulación, tienen el deber de inscribir sus acciones en el RPMV⁵.

La movilidad de su capital como otra de sus características, trae como consecuencia que la sociedad anónima abierta pierda otra de las facultades que caracterizaban a las sociedades personalistas que era el hecho de que los asuntos que acontecían en su interior, se mantenían en cierta reserva entre sus miembros, ya que para todos es conocido el carácter público que tiene la sociedad anónima abierta.

Una vez expuesto todo lo referido, es posible identificar cuáles fueron los objetivos que perseguía la configuración de la sociedad anónima abierta. De ahí que una gran parte de la doctrina resalte el carácter instrumental de esta clase de sociedad. En tal sentido señala Ngo Ba Thanh que: “*La sociedad anónima abierta al público -*

⁴ ELÍAS LAROZA, Enrique, *op. cit.*, p. 537.

⁵ Ello de conformidad con el artículo 252º de la LGS.

que, como veremos, no es más que un mecanismo jurídico emisor de títulos negociables- es una institución jurídico-pública, instituida por ley, para recoger el ahorro, con vistas a la explotación de las empresas, y una forma social de la organización económica” o Elías Laroza cuando dice “(E)n pocas palabras, la sociedad anónima abierta es el resultado de un largo proceso de evolución del capitalismo y de la necesidad de encontrar formas nuevas y dinámicas de invertir los recursos de numerosos ahorristas. (Los subrayados son nuestros).

Las afirmaciones dadas por Ngo Ba Thanh y Elías Laroza, las consideramos parcialmente correctas, ya que creemos firmemente que la sociedad anónima abierta vista en su globalidad no sólo tiene porqué ser reconocida por su eminente carácter instrumental que nadie lo niega, sino también debiera ser reconocida por lo que significa su correcto desempeño en la sociedad contemporánea. De esta manera, hoy por hoy, una sociedad anónima abierta, al ser la depositaria de inversiones de un amplio público, se constituye como un vehículo de inversión social que se desenvuelve bajo esquemas de protección más rígidos.

Por lo mismo, es menester en mi opinión redescubrir los objetivos que tiene la sociedad anónima abierta, teniendo en cuenta la repercusión económica que tiene en la sociedad, para de esta manera, dejar de ser vista tan solo como un instrumento que reditúa a favor de sus accionistas y/o inversionistas, y más bien comenzar a ser vista como una organización, que bien regulada puede redituar beneficios para todos los actores que de una u otra manera se vean involucrados con ella y para la sociedad, en su conjunto.

Una vez internalizados dichos objetivos en la sociedad, lo que se busca, sin duda alguna, es que la mayor parte de la población pueda participar de manera activa de la sociedad anónima abierta, tal y como lo hace, por ejemplo, la sociedad española por la cual, los ciudadanos españoles y a título particular, mantienen en forma directa acciones que en conjunto suponen más del 30% del valor de todas las sociedades cotizadas en la bolsa española. Incluso, si consideramos la tenencia indirecta a través de fondos de inversión, podemos concluir que dentro de la inversión nacional las familias españolas son el colectivo que mantiene los mayores intereses en la Bolsa. Lamentablemente, esta situación, no la tenemos en nuestro país. Sin embargo, el

fortalecer los mercados y el tener una supervisión activa de las sociedades anónimas abiertas con las que contamos apunta a ello.

3. Características de la Sociedad Anónima Abierta

3.1. Separación entre el capital y la gestión

Una primera característica bastante obvia, es el fenómeno de la dispersión del accionariado y la consiguiente cantidad de accionistas que pueden llegar a tener. Esta situación se produce en respuesta a una realidad, y es que en estas grandes sociedades coexisten claramente dos tipos de accionistas diferenciados en virtud a su interés frente a la sociedad: (i) Los accionistas gestores; y, (ii) los accionistas inversionistas.

Los accionistas gestores serán aquellos que tienen especial interés en dirigir o estar vinculados, como su nombre mismo lo dice, a la gestión, control y/o administración de la sociedad. Estos accionistas se caracterizan por ser minoría y tener una vocación de permanencia. En contraposición a esta clase de accionistas, se encuentran los accionistas inversionistas que son aquellos que se caracterizan por perseguir un interés meramente especulativo y, no tienen vocación de permanencia en la sociedad, pues ven satisfecho su interés en la medida en que las acciones de las que son titulares, logren generar utilidades o que su valor se eleve en el mercado, de manera que les permitan obtener una rentabilidad en el mercado como consecuencia de la diferencia obtenida entre la compra y la venta de sus títulos especulando así con las fluctuaciones de su valor.

Frente a esta realidad en la que se encuentra la Sociedad Anónima Abierta se crean mecanismos legales para que ésta pueda desarrollarse de la mejor manera. En tal sentido, las legislaciones establecen condiciones para que la marcha de la sociedad no se realice siguiendo el precepto de la democracia accionaria (gobierno de la mayoría), dado que en algunos casos sería prácticamente imposible y terminaríamos por tener sociedades paralizadas o en camino a ello. Así pues, no le falta razón a Pickmann cuando dice que *“lo que se persigue en este tipo de sociedades es que la legislación rompa con el mencionado dogma (gobierno de la mayoría) y la toma de decisiones no esté relacionada solamente con la tenencia o control sobre la mayoría de las acciones, sino que de alguna u otra forma estas sociedades sean dirigidas solamente por*

*decisiones de los accionistas que tengan ánimo de participar en la vida, marcha y actos de la sociedad”.*⁶

Una muestra de ello es nuestra legislación, la cual para establecer los *quórum* y mayorías señala una distinta a la establecida para las sociedades en general. La legislación al reconocer el carácter dinámico de la Sociedad Anónima Abierta, en la que los accionistas suelen ser conscientes de su condición de inversionistas y por lo tanto, se caracterizan por el poco interés que les provoca el manejo de la sociedad, el fenómeno resultante es el ausentismo, el que puede llegar a provocar el retraso de la sociedad en sus casos más agudos, o la parálisis, en sus casos críticos.

De esta manera, el artículo 258⁷ de nuestra LGS, prevé que existan tres convocatorias, para tratar los asuntos que refiere el artículo 126° de la misma, donde se encuentran los temas por los que las sociedades anónimas ordinarias necesitan un *quórum* calificado. En tal sentido, para la primera convocatoria, se fija un *quórum* que es del 50% del capital suscrito con derecho a voto, esto quiere decir, que en primera convocatoria para que se dé como instalada la junta general de accionistas, deberían estar presentes accionistas y/o inversionistas que posean el 50% del capital suscrito con derecho a voto. En caso no se diere, existe la segunda convocatoria, la cual exige un *quórum* reducido del 25% de las acciones suscritas con derecho a voto. Como vemos, se reduce a una cuarta parte de las acciones en total para conseguir el *quórum* y de esta manera llevar a cabo la junta general de accionistas. Pero aún así con la flexibilidad señalada, se han dado casos en los cuales, no se han podido llevar a cabo las juntas

⁶ PICKMANN DIANDERAS, Fernando, “La Sociedad Anónima Abierta en la Legislación Nacional”, *Tratado de Derecho Mercantil. Derecho Societario*, t. I, Lima: Gaceta Jurídica, 2005, p. 929.

⁷ “**Artículo 257° de la LGS.- Quórum y mayoría**

En la sociedad anónima abierta para que la junta general adopte válidamente acuerdos relacionados con los asuntos mencionados en el artículo 126 es necesario cuando menos la concurrencia, en primera convocatoria, del cincuenta por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto.

En segunda convocatoria basta la concurrencia de al menos el veinticinco por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto.

En caso no se logre este quórum en segunda convocatoria, la junta general se realiza en tercera convocatoria, bastando la concurrencia de cualquier número de acciones suscritas con derecho a voto.

Salvo cuando conforme a lo dispuesto en el artículo siguiente se publique en un solo aviso dos o más convocatorias, a junta general en segunda convocatoria debe celebrarse dentro de los treinta días de la primera y la tercera convocatoria dentro de igual plazo de la segunda.

Los acuerdos se adoptan, en cualquier caso, por la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la junta.

El estatuto no puede exigir quórum ni mayoría más altas.

Lo establecido en este artículo también es de aplicación, en su caso, a las juntas especiales de la sociedad anónima abierta.”

generales de accionistas, debido a que no se alcanzaba el *quórum* de la tercera parte de las acciones requeridas. Frente a esta realidad, la normativa no pudo dar la espalda y es por ello que establece una tercera convocatoria, en la cual no se exige un *quórum* determinado y simplemente se da inicio a la junta con la concurrencia de cualquier número de acciones suscritas con derecho a voto. Con lo dispuesto, la LGS se ha puesto en el caso extremo de que fuese un solo accionista en tercera convocatoria el que concurriese, por lo que, incluso sólo con él, se instalaría la junta general de accionistas y se procedería a tratar los puntos de agenda.

3.2. Grandes dimensiones

Una de las características que hemos venido enfatizando y la cual constituye una de las más importantes de la Sociedad Anónima Abierta, es que se constituye como el vehículo societario ideal para las sociedades que explotan actividades relacionadas con las llamadas grandes industrias donde el uso del capital y el trabajo son intensivos. En estos casos hablamos de empresas prestadoras de servicios de telecomunicaciones, empresas prestadoras de servicios de agua potable y alcantarillado, así como empresas generadoras, distribuidoras y transmisoras de energía eléctrica, los bancos, las grandes mineras, entre otras.

3.3. Captación de recursos del ahorro público

Esta característica se encuentra bastante vinculada con la característica anterior ya que siendo empresas de grandes dimensiones tienen como objeto levantar capital, mediante el mecanismo de oferta pública de acciones, sea en un momento fundacional o a lo largo de su existencia, vía aumentos de capital por nuevos aportes, por ejemplo.

Ferrero, sobre el punto, nos dice que en términos generales, la S.A.A. se identifica con la gran sociedad que necesita el capital de muchos y recurre por lo tanto al ahorro público, apelando muchas veces para ello al mercado de capitales siguiendo el procedimiento de cotización en bolsa.⁸

⁸ FERRERO DIEZ CANSECO, Alfredo, “Las Formas Especiales de Sociedad Anónima en la Nueva Ley General de Sociedades”, *Themis*, N° 37, Segunda Época, Lima, 1998, p. 29.

3.4. Cotización bursátil de acciones

Esta es otra característica que se desprende de las dos anteriores características. El fenómeno de la dispersión del accionariado y el ánimo especulativo de ciertos grupos de accionistas, han demostrado la necesidad de que los títulos accionarios que ellos posean sean susceptibles de ser libremente negociables hasta el extremo. De ahí, que nuestros dispositivos legales brinden a estos valores la posibilidad de ser tan circulantes como sea posible y a su vez, otorgarles la mayor cantidad de seguridades.

3.5. Control administrativo de funcionamiento o fiscalización estatal

Debido a la importancia capital que se le reconoce a las grandes Sociedades Anónimas Abiertas, a causa de la cantidad de factores que moviliza en la economía, el Estado con el objeto de defender el interés público, se atribuye la facultad de fiscalización y supervisión de este tipo de sociedades a través de entes con facultades especiales. Arecha y García Cuerva nos dice que *“la fiscalización estatal importa el control de la legalidad interna de la sociedad, es decir, la vigilancia respecto del cumplimiento de las normas legales propias de la sociedad que determinan su constitución, funcionamiento, disolución y liquidación y, también el control de la legalidad externa; es decir, la vigilancia sobre el cumplimiento de las normas legales inherentes a la gestión externa de la sociedad.”*⁹

En resumen, podemos concluir diciendo que, dos fueron los derechos que tuvieron que suprimirse de las sociedades personalistas para que se configure nuestra actual Sociedad Anónima Abierta: el derecho de voto y el “derecho de reserva interna de la sociedad”. Dichas supresiones no fueron gratuitas, sino que como lo explicamos líneas arriba, ambas se hicieron en pro de encontrar el profesionalismo de la administración y la movilidad en el capital, respectivamente; y dieron paso a que el carácter instrumental de la Sociedad Anónima Abierta se concrete y pueda conseguir sus objetivos de manera eficiente.

3.6. Derechos políticos y económicos atribuibles a sus accionistas

Ser accionista de una sociedad anónima abierta confiere un conjunto de derechos políticos y económicos. El ejercicio de estos derechos debería ir asociado a un

⁹ ARECHA, Martín y GARCÍA CUERVA, Héctor, *Sociedades Comerciales. Análisis y Comentario de la Ley N° 19550 y Complementaria*, Buenos Aires: Ediciones De Palma, 1976, p. 425.

compromiso por parte del accionista y/o inversionista en el seguimiento de la información (económica-financiera, societaria, etc.) y en la asistencia a la Junta General de Accionistas o, en su caso, delegación responsable del voto. Eludir el ejercicio de los derechos políticos supone aceptar que otros tomarán decisiones que afectaran los intereses que como accionistas se tiene. Los principales derechos del accionista, en una Sociedad Anónima Abierta, son:

- **Derecho al dividendo:** El dividendo es la parte del beneficio que la sociedad decide repartir entre sus propietarios y constituye la rentabilidad ordinaria del valor mobiliario, tal y como es la acción.

El reparto de dividendos es una decisión de la Junta General de Accionistas, siempre que se cumplan una serie de requisitos legales, por lo que no hay que olvidar que una sociedad puede tener beneficios y la Junta General de Accionistas decidir no repartirlos. Este último supuesto descrito, teóricamente, se debería de reflejar en su precio de mercado, recibiendo el accionista la rentabilidad a través de su venta.

- **Derecho de suscripción preferente:** Cuando una sociedad decide ampliar su capital con la emisión de nuevas acciones u obligaciones convertibles en acciones, los accionistas antiguos tienen preferencia en la suscripción. Sin embargo, el accionista es libre de poder ejercitar su derecho, ya sea suscribiendo las nuevas acciones u obligaciones convertibles, o vender estos derechos en el mercado.

Cabe indicar que este derecho puede suprimirse en las Sociedades Anónimas Abiertas, siempre que se cumplan los siguientes requisitos:

1. Que el acuerdo haya sido adoptado en la forma y con el *quórum* que corresponda, conforme a lo establecido en el artículo 257º y que además cuente con el voto de no menos del cuarenta por ciento de las acciones suscritas con derecho de voto; y,
2. Que el aumento no esté destinado, directa o indirectamente, a mejorar la posición accionaria de alguno de los accionistas.

De manera excepcional, se podrá adoptar el acuerdo con un número de votos menor al indicado en el inciso 1) anterior, siempre que las acciones a crearse

vayan a ser objeto de oferta pública. Ello de conformidad con el artículo 259º de la LGS.

En caso de ampliaciones de capital liberadas con cargo a reservas, en doctrina española, también se le denomina derecho de asignación gratuita, pues se asignan las acciones sin instrucción expresa, ni desembolso alguno por parte del accionista.

- **Derecho a la cuota de liquidación:** Ante el caso en el cual la Junta General de Accionistas resolviese o por imperatividad de la Ley, la Sociedad tuviera que disolverse y liquidarse, el accionista tendrá derecho a recibir su parte proporcional del producto de la liquidación.
- **Derecho de convocatoria a la Junta General de Accionistas:** En la Sociedad Anónima Abierta, el número de acciones que se requiere de acuerdo al artículo 117º de la LGS para solicitar la celebración de Junta General de Accionistas es de 5% de las acciones suscritas con derecho a voto y cuyos derechos políticos no se encuentren suspendidos en virtud de lo establecido en el artículo 105º de la LGS. Asimismo, se debe precisar que la SMV es la única entidad competente para disponer la convocatoria a Junta General de Accionistas bajo supuestos claramente indicados en el artículo 255º de la LGS. Cuando se trate de la convocatoria a la Junta Obligatoria Anual (JOA), ésta se podrá realizar a solicitud del titular de una acción, de conformidad con el artículo 119º de la LGS.
- **Derecho de asistencia y voto en las Juntas Generales de Accionistas:** Para ejercitar este derecho, el accionista deberá contar con acciones, las cuales deben estar inscritas con una anticipación de diez días, de acuerdo al artículo 256º de la LGS. Es muy importante acudir a las Juntas o hacerse representar debidamente en ellas. Los acuerdos se adoptan por la mayoría absoluta de acciones suscritas con derecho a voto representadas en Junta, teniendo en consideración, los *quórum* exigidos por Ley.
- **Derecho de información:** Los accionistas tienen derecho a obtener información sobre la situación de la empresa. Desde el día de la publicación de la

convocatoria, los documentos, mociones y proyectos relacionados con el objeto de la Junta deben estar a disposición de los accionistas en las oficinas de la sociedad o en el lugar de celebración de la Junta, durante el horario de oficina de la sociedad, ello en concordancia con el artículo 130° de nuestra LGS. Asimismo los accionistas pueden solicitar con anterioridad a la Junta General o durante el curso de la misma los informes o aclaraciones que estimen necesarios acerca de los asuntos comprendidos en la convocatoria. El Directorio está obligado a proporcionárselos, salvo en los casos en que juzgue que la difusión de los datos solicitados perjudique el interés social. Cabe indicar que esta excepción no procede cuando la solicitud sea formulada por accionistas presentes en la Junta que representen al menos el 25% de las acciones suscritas con derecho a voto, ello en correspondencia con el mismo artículo 130° de la LGS.

- **Derecho de transmisión de las acciones:** Las acciones de las Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas pueden transmitirse sin ningún tipo de restricción, mientras que en las sociedades no cotizadas, además de la posible falta de liquidez, existe la posibilidad de que la transmisión esté sujeta a limitaciones por disposición de los estatutos o por normas legales¹⁰. Asimismo, no hay que olvidar que dentro de la regulación de la Sociedad Anónima Abierta se establece como una estipulación no válida la existencia de limitaciones a la libre transmisibilidad

¹⁰ “**Artículo 237.- Derecho de adquisición preferente**

El accionista que se proponga transferir total o parcialmente sus acciones a otro accionista o a terceros debe comunicarlo a la sociedad mediante carta dirigida al gerente general, quien lo pondrá en conocimiento de los demás accionistas dentro de los diez días siguientes, para que dentro del plazo de treinta días puedan ejercer el derecho de adquisición preferente a prorrata de su participación en el capital.

En la comunicación del accionista deberá constar el nombre del posible comprador y, si es persona jurídica, el de sus principales socios o accionistas, el número y clase de las acciones que desea transferir, el precio y demás condiciones de la transferencia.

El precio de las acciones, la forma de pago y las demás condiciones de la operación, serán los que le fueron comunicados a la sociedad por el accionista interesado en transferir. En caso de que la transferencia de las acciones fuera a título oneroso distinto a la compraventa, o a título gratuito, el precio de adquisición será fijado por acuerdo entre las partes o por el mecanismo de valorización que establezca el estatuto. En su defecto, el importe a pagar lo fija el juez por el proceso sumarísimo.

El accionista podrá transferir a terceros no accionistas las acciones en las condiciones comunicadas a la sociedad cuando hayan transcurrido sesenta días de haber puesto en conocimiento de ésta su propósito de transferir, sin que la sociedad y/o los demás accionistas hubieran comunicado su voluntad de compra. El estatuto podrá establecer otros pactos, plazos y condiciones para la transmisión de las acciones y su valuación, inclusive suprimiendo el derecho de preferencia para la adquisición de acciones.”

de las acciones¹¹. Este derecho de manera general también se encuentra recogido en el artículo 101º de la LGS¹².

- **Derecho de impugnación de los acuerdos sociales:** El accionista, individualmente o agrupado con otros, puede ejercitar una acción judicial para impugnar los acuerdos de la Junta que sean contrarios a la ley, o a los estatutos, o que lesionen en beneficio de uno, varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad, de conformidad con el artículo 139º de la LGS.

Nuestra LGS, de manera específica trata acerca del tema de la impugnación para acuerdos de la asamblea de obligacionistas, donde refiere que los acuerdos de la asamblea de obligacionistas vincularán a éstos, incluidos los inversionistas no asistentes y a los disidentes. No obstante, se deja abierta la posibilidad de que aquellos acuerdos que fuesen contrarios a la ley o se opongan a los términos de la escritura pública de emisión, o que lesionen los intereses de los demás en beneficio de uno o varios obligacionistas pueden ser impugnados judicialmente, esto último de conformidad con el artículo 323º de la LGS.

¹¹ “**Artículo 254º de la LGS.- Estipulaciones no válidas**

No son válidas las estipulaciones del pacto social o del estatuto de la sociedad anónima abierta que contengan:

1. Limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones;
2. Cualquier forma de restricción a la negociación de las acciones; o,
3. Un derecho de preferencia a los accionistas o a la sociedad para adquirir acciones en caso de transferencia de éstas.

La sociedad anónima abierta no reconoce los pactos de los accionistas que contengan las limitaciones, restricciones o preferencias antes referidas aun cuando se notifiquen e inscriban en la sociedad.”

¹² **Artículo 101.- Limitaciones y prohibiciones aplicables a las acciones**

Las limitaciones a la transferencia, al gravamen o a la afectación de acciones no pueden significar la prohibición absoluta de transferir, gravar o afectar.

Las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones son de observancia obligatoria para la sociedad cuando estén contempladas en el pacto social, en el estatuto o se originen en convenios entre accionistas o entre accionistas y terceros, que hayan sido notificados a la sociedad. Las limitaciones se anotarán en la matrícula de acciones y en el respectivo certificado.

Cuando así lo establezca el pacto social o el estatuto o lo convenga el titular de las acciones correspondientes, es válida la prohibición temporal de transferir, gravar o de otra manera afectar acciones.

Igualmente es válida la prohibición temporal de transferir, gravar o afectar acciones, adoptada mediante acuerdo de la junta general, en cuyo caso sólo alcanza a las acciones de quienes han votado a favor del acuerdo, debiendo en el mismo acto separarse dichas acciones en una o más clases, sin que rijan en este caso los requisitos de la ley o del estatuto para la modificación del estatuto.

La prohibición debe ser por plazo determinado o determinable y no podrá exceder de diez años prorrogables antes del vencimiento por periodos no mayores. Los términos y condiciones de la prohibición temporal deben ser anotados en la matrícula de acciones y en los certificados, anotaciones en cuenta o en el documento que evidencie la titularidad de la respectiva acción.

- **Derecho de separación:** Consiste en el derecho del accionista en recibir el importe de sus acciones, ante determinados acuerdos que se llevan a cabo, tales como el cambio del objeto social; traslado del domicilio al extranjero; la creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o la modificación de las existentes; y, en los demás casos que lo establezca la ley o el estatuto. Claro está, siempre que dicho accionista haya hecho constar su oposición al acuerdo, los ausentes, los que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto y los titulares de acciones sin derecho a voto.
- **Derecho de representación proporcional en el Directorio:** Los accionistas actuando individualmente o en forma conjunta, pueden elegir de forma proporcional a su participación en el capital social el número de directores y gerentes que corresponda, a menos que exista alguna restricción en los estatutos. A la realización de este derecho también se le denomina “blindaje societario”.

4. El régimen de las acciones de las Sociedades Anónimas Abiertas

Las acciones pueden estar representadas por títulos físicos o por anotaciones en cuenta, aunque esta última modalidad es la única posible para las sociedades admitidas a negociación en las Bolsas de Valores o sociedades cotizadas. Por tanto, para las compañías cotizadas, la titularidad de las acciones se produce a través de la asignación de las denominadas *anotaciones en cuenta* que se mantienen en una entidad que califique como ICLV, que para nuestro caso sería CAVALI.

Las acciones pueden clasificarse atendiendo a diversos criterios. De acuerdo a los derechos que de manera intrínseca incorporan y al margen del evidente derecho a obtener el valor de su venta y recibir información de la sociedad, las modalidades más comunes son:

- **Acciones ordinarias:** Son aquellas que confieren a sus propietarios el derecho económico, por un lado a participar en la distribución de los beneficios de la sociedad, es decir, de los dividendos; y, en caso la sociedad se liquidase, el derecho a cobrar el producto de la liquidación de la misma. Asimismo, estas acciones incorporan el derecho político de asistencia y voto en las Juntas Generales de Accionistas, así como el derecho de suscripción preferente, al cual ya nos hemos referido líneas atrás. Podemos decir que estas son las acciones más

comunes. De ahí, que en doctrina también se les conozca con dicha denominación.

- **Acciones privilegiadas:** Son aquellas que incluyen algún privilegio económico adicional al de las acciones ordinarias, por lo general un mayor dividendo mediante una participación especial en los beneficios. Si bien es cierto, estas acciones no privan a su titular de ningún derecho, le otorgan, a cambio ciertas ventajas económicas. La moderna doctrina reserva el calificativo de privilegiadas para aquellas acciones que tienen en las asambleas de accionistas un derecho de voto superior al de otras acciones en relación con la cantidad de capital que ellas representa. Para Copper Royer, según Sasot, son aquellas que rompen a favor de ciertos accionistas la igualdad de derechos políticos que teóricamente deben existir entre todos los accionistas. En tal sentido, tendríamos que decir que nuestra LGS no contempla esta forma de acciones al consagrar el principio de una acción, un voto¹³.

- **Acciones sin derecho a voto:** Son aquellas acciones que conllevan los mismos derechos que las acciones ordinarias, excepto el derecho político por excelencia, es decir, el derecho de voto en las Juntas Generales de Accionistas. Como contraprestación, se confiere el derecho a un dividendo mínimo -fijo o variable-, adicional al distribuido para las acciones ordinarias. Este dividendo mínimo garantizado es preferente, es decir, que se paga antes que el dividendo ordinario, además de acumulativo, es decir, que si no se pudiese pagar ese año, se pagaría dentro de los siguientes. Sin lugar a dudas, constituye una forma de obtener financiación para la sociedad sin que suponga una renuncia al control político de la misma. El artículo 96° de nuestra LGS, es el que trata sobre este especial caso. En la norma señalada se consignan los derechos que poseen sus titulares, debiéndose destacar que en ningún caso recuperan el derecho a voto, a diferencia de lo establecido en la Ley N° 26356, por la cual se modificaron diversos artículos de la LGS¹⁴.

¹³ BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo, “Las acciones de las sociedades anónimas”, Tratado de Derecho Mercantil. Derecho Societario, t. I, Lima: Gaceta Jurídica, 2005, pp. 386-387.

¹⁴ HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo, *Manual de Derecho Societario*, Lima: Grijley, 2009, pp. 120-121.

- **Acciones rescatables:** Se trata de acciones que pueden ser amortizadas o rescatadas por la sociedad emisora a solicitud de ésta, de los accionistas, o de ambos. Esta característica es la que los diferencia de los demás tipos de acciones, que tienen una duración indeterminada. En los contratos de emisión se fijan las condiciones para el ejercicio de rescate, pudiendo hacerse con cargo a beneficios, reservas libres o emitiendo nuevas acciones o bien reduciendo capital con devolución de aportaciones.

5. La transparencia financiera y política de las Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas

Cada día, miles de ahorradores en Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas pueden adoptar decisiones de inversión y desinversión en acciones de dichas sociedades a través de un mercado secundario y, más en concreto, de la Bolsa de Valores. Sin embargo, no debemos olvidar que en contraprestación a la facilidad de financiación que ello implica, a las Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas se les exige una especial transparencia contable, financiera y política. En definitiva, en palabras de Tapia Hermida, se busca que las sociedades cotizadas sean “casas de cristal”.

En cuanto a la transparencia contable, debemos destacar que las sociedades emisoras de valores admitidos a cotización se encuentran sujetas a obligaciones de informar y someter anualmente a auditoría de cuentas sus estados financieros. La transparencia financiera se persigue mediante el régimen de información pública periódica que se impone a aquellas entidades emisoras de valores admitidas a negociación en Bolsa de Valores. Finalmente, la transparencia política de las sociedades cotizadas obedece a que el público inversionista que decide diariamente la adquisición o enajenación de sus acciones tiene derecho a conocer cuáles son sus estructuras de poder, en la medida en que aquellas pueden influir esencialmente en los proyectos económicos de futuro de tales sociedades en los que los inversores participan o abandonan al comprar o vender sus acciones.

6. Tratamiento Normativo de las Sociedades Anónimas Abiertas en el Perú

Evaluar cuál ha sido el tratamiento legislativo que se le ha dado a la Sociedad Anónima Abierta en el Perú, cobra importancia a fin de estudiar si los dispositivos han

sido adecuados para lograr estimular su incremento o si por el contrario no han logrado los objetivos esperados. Ya que no hay que perder de vista que la sociedad anónima, por las mismas características que tienen, desempeña en todos los países una función económica de gran significación por lo que ha logrado constituir, sin mayor duda, uno de los más eficaces mecanismos a través de los cuales se canaliza el ahorro privado hacia las actividades productivas. Y justamente, los instrumentos que viabilizan dicha canalización de recursos, son los valores que estas empresas están en condiciones de emitir.

6.1. Ley de Sociedades Mercantiles de 1966

La Ley de Sociedades Mercantiles de 1966 (en adelante, LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES), no hacía distingos respecto a las sub-modalidades que existen hoy de las sociedades anónimas, sino que regulaba un solo tipo de sociedad anónima, a la cual distinguía teniendo en cuenta alguno de los dos mecanismos que se hubiesen utilizado para su constitución, pudiendo ser: (i) la constitución simultánea; y (ii) la constitución por suscripción pública destinada a fundarse producto de la captación de los recursos de ahorros del público.

La principal crítica a este dispositivo fue que éste no incentivaba la creación de sociedades anónimas con accionariado difundido y además, que no ofrecía respuestas a los problemas que se suscitaban por la naturaleza misma de esta clase de sociedades. Sólo por citar uno de los problemas, nos referiremos a la situación que se producía cuando una sociedad anónima que quería fundarse a través de mecanismo de constitución por suscripción pública (es decir, decidieran constituirse como una sociedad con accionariado difundido), o pretendía abrir su capital vía una emisión de acciones con oferta al público, se encontraba ante una interrogante: O solamente colocar acciones por menos de un 40% del capital social, con el objeto de mantener siempre el 60% de sus acciones como *quórum* mínimo necesario exigido por la LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES para poder instalar la Junta en segunda convocatoria, y evitar cualquier supuesto de paralización de la actividad social o mantener una estructura cerrada¹⁵.

¹⁵ PICKMANN DIANDERAS, Fernando, "La Sociedad Anónima Abierta en la Legislación Nacional". En: HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo (coord.), Tratado de Derecho Mercantil. Derecho Societario, t. I, Lima: Gaceta Jurídica, 2005, pp. 935 y ss.

Frente a este problema y otros que no hacían palpable el incentivo para fomentar las sociedades con accionariado difundido, se promulgaron normas especiales, fuera de la LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES, regulando dos modalidades diferentes de este único tipo societario: (i) las Sociedades Anónimas Abiertas reguladas por el Decreto Legislativo N° 755 (Antigua Ley del Mercado de Valores) y, (ii) las Sociedades Anónimas de Accionariado Difundido, reguladas por el Decreto Legislativo N° 672 y su Reglamento, el D.S. N° 033-92-EF.

6.2. Las Sociedades Anónimas con Accionariado Difundido: D.Leg. N° 672

En los considerandos del D. Leg. 672, publicado el 24 de septiembre de 1991, se decía que nuestra LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES no creaba un marco jurídico adecuado para la promoción del accionariado difundido; incluso indicaba que su normativa obedecía en gran parte a los requerimientos hechos por las empresas que se caracterizan por la alta concentración de titularidad sobre el capital, convirtiendo en poco atractivas y nada viables las estructuras societarias basadas total o parcialmente en accionariado difundido. De esta manera, buscando propiciar un sistema que contemple la participación de pequeños inversionistas en el capital de las sociedades anónimas se da esta norma.

Posteriormente, la citada LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES, sufriría una serie de modificaciones en un intento por actualizarla, y que desembocaron en el D.Leg. N° 311 (a la cual la denominaron por primera vez como Ley General de Sociedades) y posteriormente en el D.S. N° 003-85-JUS, TUO de la Ley General de Sociedades, de fecha 13 de mayo de 1985, que es la norma que precedió a nuestra Ley N° 26887, actual Ley General de Sociedades (en adelante, LGS).

El D.Leg. N° 672, que sería reglamentado por el D.S. N° 033-92-EF, estaba destinado a estimular la creación de más sociedades anónimas abiertas y porque su naturaleza lo exigía establecer la capacidad de actuación y el control al que debían estar sometidas. El D.Leg. N° 672, ampliando las disposiciones contenidas en la Ley General de Sociedades vigente en aquel momento, conceptuó a las sociedades anónimas con accionariado disperso en el público como *vehículos para captar ahorros de pequeños inversionistas y difundir la propiedad de las empresas entre un número elevado de inversionistas*.

En el artículo 1º del D.Leg. N° 672 nos dice que es *“de preferente interés nacional la promoción de las inversiones privadas en empresas constituidas mediante el sistema de accionariado difundido, con el fin de facilitar la colocación productiva de los ahorros de los pequeños inversionistas y difundir la propiedad entre los integrantes de la comunidad”*. Este Decreto consideraba como sociedades anónimas con accionariado difundido, a aquellas sociedades con no menos de mil accionistas que posean el 1% o menos de las acciones y representen en conjunto un monto superior al 25% del capital social suscrito.

A fin de poder determinar el porcentaje del 25% del capital suscrito, el D.S. N° 033-92-EF, Reglamento de la Ley de Accionariado Difundido, señalaba que éste sería computado sobre el número total de las acciones emitidas, sin excepción, incluidas aquellas de titulares que poseyeran paquetes accionarios por más del 1% del total emitido.

Las sociedades que cumplían con los requisitos mencionados calificaban automáticamente como sociedades de accionariado difundido y como consecuencia de tal calificación se veían obligadas a lo siguiente:

- (i) No contener en su estatuto social ninguna disposición que de algún modo restrinja la libre negociación y transferencia de acciones;
- (ii) Inscribir sus acciones en la Bolsa de Valores y negociarlas en Rueda de Bolsa, de acuerdo a las normas que regulan el mercado bursátil;
- (iii) No podían reconocer la concesión de derechos preferenciales a los accionistas de la sociedad para adquirir las acciones en caso de transferencias de éstas.

A las sociedades de accionariado difundido se les permitía la emisión de series de acciones con derechos especiales, siempre y cuando dentro de una misma clase de acciones no existiesen diferentes derechos.

Con respecto al derecho de preferencia de suscribir aumentos de capital establecido en la Ley General de Sociedades, los accionistas de las sociedades de accionariado difundido tenían el mismo derecho, pero se ejecutaban de manera diferente, ya que para suscribir aumentos de capital se incorporaban en títulos valores negociables en Bolsa y por ende, se podía negociar. Las sociedades podían aprobar la

emisión de series de acciones sin derecho de preferencia de los socios pero esta disposición sólo podía ejercerse cuando se contaba con el voto favorable de acciones representativas del 20% del capital social pagado. Siendo ello así, podía darse el caso que algunos accionistas quedaran, por el propio acuerdo de la Junta sin la posibilidad de suscribir el aumento de capital. La norma a su vez determinaba que el acuerdo de aumento de capital sin derecho de preferencia no debía estar destinado a mejorar directa ni indirectamente la posición accionaria de alguno de los socios de la sociedad. A ello, la norma añadía que también era necesario para la validez del acuerdo que éste fuera aprobado por la CONASEV, ahora la SMV.

En las sociedades con accionariado difundido, al igual que en las sociedades actuales, el órgano máximo era la Junta General de Accionistas. En este especial tipo societario, si bien se reconocía la jerarquía de la Junta General, dada la gran amplitud de estas sociedades, la norma pretendía que a la Junta General se le reserve los asuntos que estrictamente fuesen de su competencia, otorgándole al Directorio los más amplios poderes de administración y gestión de la sociedad.

El Directorio gozaba de las facultades y obligaciones determinadas por la Ley General de Sociedades, pero además estaba obligado a convocar a la Junta General o Especial cuando lo solicitaran accionistas representativas de al menos el 5% del capital pagado correspondiente a la respectiva Junta. Una obligación de vital importancia que tenía el Directorio era que se encontraba obligado a informar a los accionistas sobre el número de sus acciones, valor nominal, porcentaje accionario y derechos con una anticipación de 30 días como máximo.

Sin embargo, volviendo a las Juntas Generales de Accionistas de las sociedades con accionariado difundido, cabe indicar que éstas utilizaban el mecanismo de la votación indirecta, la cual se realizaba a través de representantes elegidos por los accionistas, que únicamente representaban a los que concurrieron a votar y por un plazo máximo de 2 años, (que por mandato de la norma podían llegar como máximo a 100 accionistas representados), para que los representasen tanto en las Juntas Generales como Especiales de Accionistas¹⁶.

¹⁶ PICKMANN DIANDERAS, Fernando, *op. cit.*, pp. 936-938

El *quórum* para la celebración de las juntas de accionistas comunes u ordinarias en esta clase de sociedades era el mismo que el que establecía la Ley General de Sociedades. No obstante para el caso de acuerdos que calificaran como extraordinarios (modificación de estatuto, aumento de capital, emisión de obligaciones, etc.), se requería, en primera convocatoria, la presencia del 51% de las acciones del capital pagado; en segunda convocatoria el 25% y en tercera, cualquier concurrencia. *quórum* idéntico al que se establece para la Sociedad Anónima Abierta. En estos casos, los acuerdos se adoptaban por la mayoría de las acciones concurrentes. La norma disponía además que quedara prohibido al estatuto de la sociedad exigir *quórum* o mayorías más altas.

6.3. Las Sociedades Anónimas Abiertas en el D. Leg. N° 755 (Antigua Ley de Mercado de Valores)

Las Sociedades Anónimas Abiertas, a diferencia de las Sociedades con Accionariado Difundido, se encontraban reguladas en el Decreto Legislativo N° 755 (Antigua Ley del Mercado de Valores) el cual llevaba inserto un capítulo especial sobre éstas y sobre las obligaciones que tenían que cumplir respecto del mercado de valores.

Así tenemos que esta norma definía a las Sociedades Anónimas Abiertas como aquellas que realizaran oferta pública de sus acciones o cuyo capital social se encuentra en poder de más de 25 accionistas, que posean en conjunto más del 30% del capital social sin que individualmente ninguno posea más del 5% del mismo, ello de conformidad con el artículo 261° de la Antigua LMV.

Esta aproximación de las normas a una calificación de Sociedad Anónima Abierta estuvo estrechamente relacionada con la necesidad de cotizar acciones en bolsa (oferta pública de acciones primaria y secundaria), y que el capital social se encontrara disperso, es decir, que estuviere en poder de 25 accionistas que poseyeran en conjunto más del 30%, sin que ninguno tuviera más del 5% del capital social. Asimismo, serían calificadas como Sociedades Anónimas Abiertas aquellas que sin cumplir con lo antes indicado, tuvieran emitidas por oferta pública, acciones con preferencia sin derecho a voto o títulos representativos de obligaciones convertibles en acciones en una proporción acumulada superior al 25% de su capital social.

En este caso la norma incorporaba la figura de las acciones preferenciales sin derecho de voto, distinguiéndolas como acciones que contaban con un derecho especial a recibir algún tipo de beneficio económico extraordinario a cambio de concederles a otro grupo de acciones el derecho de gestión.

De esta manera, el artículo 261° del D. Leg. N° 755, reconocía que las grandes empresas no podían permanecer ajenas a la transformación del sistema económico, al poder de fiscalización del Estado y a la socialización del derecho. Esto último traía como consecuencia que de acuerdo a la gran magnitud de esas sociedades y la cantidad de inversionistas que captaban, el Estado tenía la obligación de supervigilar el funcionamiento de éstas. Dicha tarea fue encomendada al control y la supervisión de la CONASEV (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores), ahora la SMV (Superintendencia de Mercado de Valores), reconociéndola como el órgano encargado de la supervisión y control del mercado de valores y fiscalización y supervisión de las sociedades anónimas emisoras de valores.

Asimismo, cabe destacar el artículo 263° del D. Leg. N° 755, el cual establecía que las Sociedades Anónimas Abiertas tenían la facultad especial, de emitir acciones por debajo de su valor nominal, es decir, no tenían la limitación dispuesta por la Ley General de Sociedades, en razón a que esa era una disposición dictada para regular una pequeña sociedad anónima que no cotizaba acciones en bolsa. Además, las sociedades anónimas abiertas podían emitir títulos representativos de obligaciones convertibles en acciones mediante el procedimiento de oferta pública.

Las convocatorias a Juntas Generales de Accionistas, seguían el procedimiento previsto en la Ley General de Sociedades, el cual fue establecido en función de una estructura societaria cerrada, razón por la cual hubiera sido necesario considerar un sistema similar al previsto para las sociedades anónimas con accionariado difundido. La novedad que traía esta norma con respecto a las convocatorias es que para convocar a Junta General de Accionistas, los accionistas minoritarios podían recurrir a la CONASEV, ahora la SMV, como vía alternativa a la judicial, prevista en la Ley General de Sociedades¹⁷.

¹⁷ PICKMANN DIANDERAS, Fernando, *op. cit.*, p. 939.

El D. Leg. N° 755 establecía que el Directorio de las sociedades anónimas abiertas debía constituirse necesariamente con representación de las minorías, utilizándose el sistema contemplado por la Ley General de Sociedades, en su artículo 158°, es decir, cada acción daba derecho a tantos votos como directores deban elegirse, y cada votante puede acumular sus votos a favor de una sola persona o distribuirlos entre varias.

Otro punto a resaltar es que en este tipo societario aún con la obligación de representación de la minoría en el Directorio, se mantuvo la obligación de contar con un Consejo de Vigilancia, elegido por la junta general, con participación de las minorías.

El D. Leg. N° 755, establecía que siempre que no se tratara de asuntos confidenciales, las Sociedades Anónimas Abiertas, se encontraban obligadas a proporcionar informes a sus accionistas, cuando, fueran solicitados fuera de la junta general por accionistas que representaran cuando menos el 3% del capital pagado. Esta norma aún se conserva pero con cierta restricción cuando se trata de información que pudiese calificar como privilegiada. De esta manera, el derecho de las minorías procuraba que los accionistas tuvieran acceso especial a la información financiera y a las operaciones en una proporción mayor a la información que anualmente es requerida a las sociedades anónimas comunes. En este caso el D. Leg. N° 755 otorgaba a los accionistas un régimen especial de protección, que pretendía promover una mayor participación de pequeños inversionistas en el mercado bursátil, mediante la transparencia total del manejo societario.

Posteriormente, con la dación del D. Leg. N° 861 todo el régimen sobre Sociedades Anónimas de Accionariado Difundido y Sociedades Anónimas Abiertas resultó derogado y reemplazado por los artículos que van del art. 249° al art. 262° de nuestra actual LGS, que son aquellos que cubren todo el tratamiento a las sociedades anónimas abiertas, artículos que a continuación analizaremos. Y sistema que nos parece más adecuado. Haber contado con dos normas que regulasen en el fondo lo mismo no era saludable para ningún sistema que desee ser orgánico y cabal.

6.4. La Ley General de Sociedades (LGS)-Ley N° 26887

Después de haber revisado la doctrina y las características, así como los antecedentes legislativos de la Sociedad Anónima Abierta en el país, es conveniente empezar el análisis del artículo 249° y siguiente de la LGS, aprobada mediante Ley N° 26887, la misma que a su vez derogó el D. Leg. N° 672, así como las normas que regulaban la sociedad anónima abierta en el D. Leg. N° 755.

Nuestra Ley obliga que una Sociedad Anónima adopte la modalidad de Sociedad Anónima Abierta cuando concurre alguna de las cinco condiciones establecidas en el artículo 249°. A esta cinco condiciones se las puede dividir en: condiciones imperativas, por las cuales no hay otra opción que adaptar a nuestra sociedad anónima a la modalidad de Sociedad Anónima Abierta; y, por otro lado, condiciones dispositivas, por las cuales los socios deciden sobre la base de su libre arbitrio y decisión de adaptar en sociedades anónimas abiertas a las sociedades anónimas regulares.

6.4.1. Condiciones imperativas¹⁸ para la conversión a Sociedad Anónima Abierta

Entre las condiciones imperativas, tenemos:

a. Cuando ésta hubiese hecho una oferta pública primaria de acciones u obligaciones convertibles en acciones

Una oferta pública primaria de valores mobiliarios (acciones, obligaciones y obligaciones convertibles en acciones) es la invitación, adecuadamente difundida, que la sociedad anónima dirige al público en general o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios¹⁹.

¹⁸ Las condiciones imperativas forman parte de las denominadas normas imperativas, a las cuales también se les llama normas necesarias, cogentes, inderogables, categóricas o del orden público. Las normas de imperativas son establecidas con carácter obligatorio, independientemente de la voluntad del sujeto, a quien no le está permitido dejarlas sin efecto, ni en forma total ni en forma parcial, en sus actos privados. *Ius publicum privatorum pactis mutare nequit*: El Derecho público no puede ser mudado por actos privados. *Vid.* TORRES VÁSQUEZ, Aníbal, *Introducción al Derecho Teoría General del Derecho*, 2^{da} ed., Lima: IDEMSA, 2001, p.232.

¹⁹ Ello de conformidad con el artículo 4 del TUO de la Ley del Mercado de Valores, aprobado mediante Decreto Supremo No. 093-2002-EF.

El inscribir valores en el RPMV que serán objeto de la oferta significa que la sociedad adquiera la condición de sociedad emisora²⁰ y se regule bajo las normas de la CONASEV, ahora la SMV.

b. Cuando ésta tuviese más de 750 accionistas

Nuestra LGS ha creído conveniente que si una sociedad supera la cantidad de más de 750 accionistas deberá adoptar la modalidad de la Sociedad Anónima Abierta. Obviamente ha sido una opción legislativa el haber elegido como número de accionistas quiebre, 750 accionistas.

Concordamos con Elías Laroza, quién ante esta condición, afirma que resulta irreal que en una sociedad pueda conservar el “*affectio societatis*”²¹ propio de la sociedad anónima clásica y sobre la base de ello, enfatiza que resulta razonable suponer que dicha sociedad se perfila más como un instrumento de la inversión y del ahorro de sus accionistas²².

En efecto, considerar que un número de accionistas como ese conforman una sociedad, definitivamente nos lleva a concluir que el control se encuentra difuso, de ahí que deban de organizarse como Sociedad Anónima Abierta, es decir bajo esquemas legales que permitan una protección y tutela de los accionistas minoritarios.

c. Cuando más del 35% de su capital pertenece a 175 o más accionistas, sin considerar dentro de este número aquellos accionistas cuya tenencia

²⁰ De acuerdo con el artículo 8° del TUO de la Ley del Mercado de Valores, aprobado mediante Decreto Supremo No. 093-2002-EF, el término Emisor tiene el alcance de: “*Persona de derecho privado o de derecho público que emite valores mobiliarios*”.

²¹ Entendida como la describe José Ignacio Narváez García en su obra “*Teoría General de las Sociedades*” que es “*un factor primordialmente psicológico o intencional inherente a la condición o estado de socio, en cuya virtud todos se sienten dinámicamente vinculados por la finalidad social y dispuestos a correr el alea propio de los negocios sociales, con sujeción a las disposiciones legales y del contrato*” más adelante prosigue, concluyendo que, “*en síntesis, la injerencia de todos los asociados en las relaciones internas y los derroteros de la sociedad se patentizan en la affectio societatis, cuyas características son: a) es activa, por cuanto la colaboración no se concreta solamente a cumplir la obligación de aportar, sino también en la vocación a administrar y fiscalizar los negocios sociales por medio de su actuación en los respectivos órganos y en defensa de los intereses sociales; b) es jurídicamente igualitaria, ya que ninguno está subordinado a los demás consocios (...); c) es siempre interesada, en virtud del espíritu de lucro que impulsa a todos y cada uno de los asociados.*”

²² ELÍAS LAROZA, Elías, *Derecho Societario Peruano*, Editora Normas Legales S.A.C, Trujillo, 1999, p. 539.

accionaria individual no alcance al dos por mil del capital o exceda del 5% del capital

Este es otro supuesto por el cual por opción legislativa se escogió el porcentaje del 35% como parámetro para adaptar de modalidad a una sociedad anónima. En ese sentido, el 35% del capital social puede estar disperso sobre un número cualquiera de accionistas. Sin embargo, si más del 35% de su capital pertenece a 175 o más accionistas esta sociedad anónima tendrá que adaptarse a una sociedad anónima abierta.

No obstante ello, es preciso señalar que el legislador ha creído conveniente excluir del cómputo a los siguientes accionistas: primero, a aquellos cuya tenencia accionaria individual no alcance al dos por mil (que vendría a ser el 0.2% del capital social), ello debido a que ese porcentaje de acciones es tan pequeño que no revela una verdadera intención de ser accionista; y, segundo, a aquellos cuya participación exceda el 5% del capital, ello debido a que con el 5% o más no se le puede considerar como un pequeño inversionista.

6.4.2. Condiciones dispositivas²³ para la conversión a una Sociedad Anónima Abierta

Hasta aquí, las condiciones imperativas por las cuales se le obligaba a la Sociedad Anónima convertirse a una Sociedad Anónima Abierta. A continuación, entre las condiciones dispositivas tenemos:

a. Cuando se constituya la sociedad anónima abierta como tal

En este supuesto prima la voluntad de los fundadores al decidir organizarse bajo el régimen previsto en el artículo 249º de la LGS. Así, una vez hecho el acuerdo de constituirse bajo la modalidad de Sociedad Anónima Abierta, ésta deberá inscribir todas sus acciones en el RPMV, exceptuándose aquellas que estén sujetas a estipulaciones que limiten la libre transmisibilidad, restrinjan la negociación u otorguen derecho de preferencia para la adquisición de las mismas derivadas de acuerdos adoptadas con anterioridad a la verificación de los supuestos previstos en los incisos 1),

²³ Las condiciones dispositivas de las que se habla encuadran dentro de las normas dispositivas, que son aquellas que tienen eficacia solamente en tanto y en cuanto no exista una voluntad diversa del sujeto. Estas normas son renunciabiles, permiten al sujeto la posibilidad de que sus actos jurídicos particulares puedan apartarse de sus dispositivos, modificándolas o derogándolas total o parcialmente para sustituirlas por otras. *Vid.* TORRES VÁSQUEZ, Aníbal, *Introducción al Derecho Teoría General del Derecho*, 2^{da} ed., Lima; IDEMSA, 2001, p. 232.

2) y 3) del artículo 249° o suscritas íntegramente, directa o indirectamente, por el Estado²⁴.

b. Cuando todos los accionistas con derecho a voto aprueben por unanimidad la adaptación a dicho régimen

Si a pesar de no reunir alguna de las condiciones antes anotadas, la voluntad de los accionistas es adoptar la modalidad de Sociedad Anónima Abierta, ya sea porque al serlo la empresa se vuelve “pública” y por lo tanto tendrá mayor control, o si lo que desean es poder financiarse en el mercado de capitales o porque simplemente los accionistas desean que se adapte.

La LGS contempló este supuesto que es el que abre la posibilidad de poder hacerlo, claro está, luego de una aprobación por unanimidad por parte de todos los accionistas con derecho a voto. Como sabemos los accionistas sin derecho a voto no integran la Junta General, toda vez que al renunciar a su derecho de voto, se le suprime el derecho a intervenir y votar en las juntas generales o especiales. Sin embargo, ello no obsta para que se le informe una vez tomado el acuerdo, ello en correspondencia con el numeral 2 del artículo 96° de la LGS.

7. Control de las Sociedades Anónimas Abiertas por la SMV

De acuerdo al artículo 253° de nuestra LGS, la CONASEV (Comisión Supervisora de Empresas y Valores), ahora la SMV (Superintendencia de Mercado de Valores), está encargada de supervisar y controlar a la Sociedad Anónima Abierta. De esta manera, se le ha dado a este tipo de sociedad, un control por parte de la SMV, pero en relación a sus aspectos societarios.

Según Beaumont Callirgos, *“justamente, lo que se deseaba es que CONASEV (ahora SMV) controle -como se dijo- los aspectos societarios de la sociedad anónima abierta y aquel encargo podría resultar de naturaleza excesivamente intervencionista, toda vez que incluye asuntos como convocatorias, quórum, adopción de acuerdos y otros.”* (El agregado es nuestro)

²⁴ De acuerdo a lo señalado en el Art. 252° de la LGS

Entre las atribuciones que se le otorgan a la SMV “específicamente señaladas en esta sección” goza de las siguientes:

- a. Exigir la adaptación a sociedad anónima abierta, cuando corresponda.
- b. Exigir la adaptación de la sociedad anónima abierta a otra forma de sociedad anónima cuando sea el caso.
- c. Exigir la presentación de información financiera y, a requerimiento de accionistas que representen cuando menos el 5% del capital suscrito, otra información vinculada a la marcha societaria de que trata el artículo 261^{o25}.

Asimismo, conviene señalar la Décimocuarta Disposición Final de la Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, la cual señala “*Precísase que la función supervisora que ejerce CONASEV (ahora SMV) sobre las personas jurídicas organizadas de acuerdo a la LGS (...) está circunscrita a la presentación de información financiera de parte de las mismas*”. (El paréntesis es nuestro)

Con la Ley N° 26985 del 29 de octubre de 1998, *Ley de Protección a los Accionistas Minoritarios de las Sociedades Anónimas Abiertas*, se estableció el procedimiento de protección a los accionistas minoritarios encargándose a la CONASEV, ahora SMV, conocer y resolver los reclamos que presentasen los solicitantes a los cuales se les hubiera denegado de modo expreso o *facto* la entrega de sus títulos representativos de acciones y dividendos en dichas empresas, así como la supervisión del procedimiento de protección.

Con la Resolución CONASEV 164-98-EF/94.10 se creó el Comité de Protección a los Accionistas Minoritarios de las Sociedades Anónimas Abiertas, cuyo texto expresa: “*Para los efectos de la aplicación de la Ley, deberá entenderse que el concepto título representativo de acciones comprende los certificados físicos, las anotaciones en cuenta o cualquier otra forma permitida por la Ley*”. A opinión de Beaumont Callirgos, interpretación ésta última bastante amplia, sin duda, pero útil para los fines que se persigue.

²⁵ “**Art. 261° de la LGS.- Derecho de información fuera de junta**

La sociedad anónima abierta debe proporcionar la información que le soliciten, fuera de junta, accionistas que representen no menos del cinco por ciento del capital pagado, siempre que no se trate de hechos reservados o de asuntos cuya divulgación pueda ocasionar daño a la sociedad. En caso de discrepancia sobre el carácter reservado o confidencial de la información resuelve la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (ahora la SMV).”

7.1. Inscripción de las Sociedades Anónimas Abiertas en el RPMV

Las Sociedades Anónimas Abiertas tienen la obligación de registrar sus acciones en el RPMV. Sin embargo, ello no significa que tengan que inscribir a las mismas en una Bolsa de Valores. Esta última afirmación de acuerdo al artículo 83° del TUO de la LMV²⁶.

Con respecto al artículo 252° de la LGS, existía el problema de que no todas las sociedades podían cumplir con la exigencia que tenían ante CONASEV, ahora SMV, ya sea porque tenían dentro de su estructura accionaria, acciones que estaban sujetas a estipulaciones que limitaban su libre transmisibilidad, restringían su negociación u otorgaba derecho de preferencia para la adquisición de las acciones derivadas por acuerdos adoptados con anterioridad de que cumpliesen con las condiciones imperativas que se les obligaban en los incisos 1), 2) y 3) del Artículo 249° de la LGS.

Ante ese problema se modificó el citado artículo 252° de la LGS, estableciendo que no sería obligatoria la inscripción de la clase o clases de acciones que estén sujetas a estipulaciones que limiten la libre transmisibilidad, restrinjan la negociación u otorguen derecho de preferencia para la adquisición de las mismas derivadas de acuerdos adoptados con anterioridad a la verificación de los supuestos previstos en los incisos 1), 2) y 3) del Artículo 249 o suscritas íntegramente, directa o indirectamente, por el Estado.

Es importante resaltar que el artículo bajo análisis lo único que hace es incorporar en la Ley una situación fáctica que se venía produciendo, y es que habían Sociedades Anónimas Abiertas que se encontraban contractualmente impedidas de negociar sus acciones, situación que generaba que procedieran a ser registradas en el Registro y en una Bolsa, sin posibilidad de ser negociadas, situación que conllevaba a dos realidades de absoluta contradicción: (i) inscribir en el Registro de Valores y en Bolsa acciones que no podían ser negociadas y sujetas a una cláusula contractual que restringía su negociación; o, (ii) incumplir el mandato de la norma, no registrando las acciones en la medida en que ellas no podían ser negociadas por un acuerdo asumido frente al Estado.

²⁶ “Artículo 83°.- Acciones Inscritas

Es facultativa la inscripción en rueda de bolsa de las acciones inscritas en el Registro.”

Con el objeto de salvar esta situación es que se produjo la modificación a la que nos acabamos de referir, solucionando así un problema para las sociedades que se encontraban en este supuesto y para el propio Estado, que por un lado como privatizador tenía la obligación de exigir la no transferencia de las acciones, y por otro, como supervisor, tenía la obligación de exigir el registro de los valores. Dado que esta situación irregular no debe ser eterna, sino que la obligación de no transferir las acciones es únicamente por un plazo determinado, la excepción de inscripción solamente sería aplicable mientras se encuentren vigentes las referidas estipulaciones.

7.2. Solicitud de Convocatoria a Junta General de Accionistas por accionistas

Este artículo reconoce el derecho de las minorías de solicitar la convocatoria y posterior celebración de Juntas, solamente que dada la gran dimensión de estas sociedades el legislador ha optado por reducir el porcentaje de accionistas que tienen derecho de convocar, reduciéndolo del 20%, que se exige en el caso de las sociedades anónimas tipo o regulares, a sólo un 5% de ellos. Esta reducción encuentra su justificación en el gran número de accionistas que se puede encontrar involucrado en estas sociedades y el fenómeno del ausentismo en las juntas de los accionistas sin *animus societatis*.

Un caso particular es el tratamiento que se le dio al tema de la Protección del Accionista Minoritario dentro de nuestra Ley, ya que el incremento normativo (reflejado en artículos que se adicionaron de manera asistemática al artículo 262° y que se refería al derecho de separación que tenían los accionistas frente al hecho de una adaptación de la sociedad anónima abierta), materializado en los artículos que van del art. 262°-A hasta el 262°-J, éste último derogado. El procedimiento de Protección del Accionista Minoritario es un procedimiento que procura se respete sus derechos a la distribución de utilidades, pago de dividendos y entrega de los certificados que los acreditan como accionistas de estas sociedades.

Evidentemente, el legislador es consciente que si sujetara una Sociedad Anónima Abierta al quórum y mayorías a los que se encuentra sujeta la Sociedad Anónima tipo o regular, limitaría a que éstas sólo abrieran su capital hasta el límite de un 40% pues, de este modo, los accionistas gestores de alguna manera asegurarían la

marcha social. De otra forma, podríamos encontrarnos ante el hecho de tener una Sociedad Anónima Abierta condenada a una potencial paralización de actividades, debido a la falta de interés de los accionistas especuladores en participar en los actos sociales, especialmente en las juntas.

Conforme a lo recién señalado, el legislador sacrificando el *principio de la democracia accionaria*, ha optado pues por "aligerar" la obligación de participación en juntas, reduciendo significativamente el porcentaje de asistencia y votación. En este orden de ideas, el legislador ha establecido que en la primera convocatoria se necesitará únicamente la asistencia de acciones que representen el 50% del capital social suscrito con derecho a voto; en la segunda convocatoria bastará solamente la concurrencia de al menos el 25% de las acciones suscritas con derecho a voto. Sin perjuicio de ello, el legislador ha optado por incorporar la posibilidad de que en una tercera convocatoria, la junta se constituya bastando la concurrencia de cualquier número de accionistas titulares de acciones suscritas con derecho a voto, situación que permite abrir el capital de las Sociedades Anónimas Abiertas, hasta los más amplios límites.

Con relación a la adopción de los acuerdos en junta, el legislador también ha optado por una posición que permite a pequeños grupos de accionistas gestores adoptar los acuerdos necesarios para mantener la marcha social sin necesidad de requerir de un gran número de acciones puesto que, según la Ley, los acuerdos se adoptan en cualquier caso por la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la junta; la LGS además establece que el estatuto no podrá exigir quórum ni mayoría más altas.

Cabe indicar que es sabido que las grandes sociedades anónimas pueden tener diversas clases de acciones con determinados derechos especiales. Estas clases de acciones necesariamente se reúnen en junta especial de accionistas y se rigen por los mismos quórum y mayorías por los que se rige la junta general de accionistas de este tipo societario.

8. La Sociedad Anónima Abierta Cotizada: Modalidad de la Sociedad Anónima según nuestra LGS

Tradicionalmente, la distinción entre las sociedades anónimas cerradas y las sociedades anónimas abiertas se ha basado en una serie de rasgos diferenciales. De esta manera, podemos decir que las sociedades anónimas cerradas suelen tener un número reducido de socios, cuyas condiciones personales son relevantes. En ellas suele existir una correlación entre la propiedad del capital y la gestión social porque los socios mayoritarios suelen ocuparse de dicha gestión, bien porque la desempeñen directamente o bien porque nombren y llevan el control efectivo de los administradores. Otras características de este tipo de sociedades anónimas cerradas suelen ser los nexos de unión de tipo familiar o de confianza entre socios accionistas y la frecuente presencia de cláusulas estatutarias que limitan la transmisibilidad de sus acciones y restringen el acceso de accionistas extraños.

En el otro extremo, debemos de indicar que las sociedades anónimas abiertas se caracterizan por tener un número de accionistas elevado, por lo que lo relevante es la aportación de capital, quedando a un segundo plano las características personales que tengan los socios; produciéndose, por lo tanto, una “despersonalización” de la condición de socio que se hace fungible y perfectamente intercambiable. En ellas se produce un fenómeno característico de disociación entre la propiedad del capital y la gestión (la denominada “*revolución de los managers*”), disociación debida a la dispersión del capital social que permite la existencia de minorías dominantes.

Las sociedades cotizadas se presentan como un subtipo de las sociedades anónimas abiertas dotado de un estatuto jurídico característico, que se proyecta en un conjunto de deberes de transparencia hacia el mercado de valores.

Las sociedades cotizadas, también denominadas por algún sector de la doctrina como sociedades bursátiles son un subtipo de estas sociedades anónimas abiertas que se caracteriza por reunir, además de los caracteres generales señalados, la negociación de sus acciones en las bolsas de valores, lo que redundará en el incremento de su negociabilidad, facilitando así los procesos de inversión y desinversión en sus acciones; lo que conduce, a la postre, a potenciar sus cauces de financiación externa con cargo al mercado de valores.

El régimen jurídico de estas sociedades cotizadas o bursátiles se caracteriza porque están permanentemente sometidas a una doble normativa: la societaria (LGS) y la mobiliaria o de mercado de valores (LMV y normas de desarrollo). Las sociedades cotizadas o bursátiles padecen una sumisión subjetiva, permanente y amplia al Derecho del Mercado de Valores. En efecto, se le denomina subjetiva porque, según veremos, su condición implica el cumplimiento de una serie de deberes jurídicos de transparencia con independencia de que se realice una operación de emisión de valores en un determinado momento. Asimismo, se denomina que es sumisa al Derecho del mercado de valores ya que tiene un carácter permanente y no es meramente ocasional.

Esta sumisión permanente y amplia de la que hablamos, representa el “coste jurídico” de la facilidad de financiación que permite la condición de sociedad cotizada. Esto es, dado que las sociedades cotizadas comprometen, diariamente, el ahorro de miles de pequeños y medianos inversores en la negociación de los valores que emiten y que están admitidos en un mercado secundario de valores (en particular, en la Bolsa de Valores), obteniendo un cauce privilegiado de financiación con cargo a sus recursos propios (acciones) o ajenos (obligaciones); es justo que ofrezcan al Mercado de Valores una mayor transparencia. Así, fundamentalmente, se les somete a unas obligaciones típicas en cuanto a su información financiera periódica y respecto a su estructura de poder político. Además, la condición de sociedad cotizada implica la imposibilidad de establecer restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de sus acciones y la agravación de los límites máximos de su autocartera. Por ello, las sociedades cotizadas o bursátiles realizan un análisis permanente de tipo coste-beneficio entre la facilidad de financiación que obtienen del mercado (beneficio) y las obligaciones adicionales y límites específicos que su estatuto jurídico implica (coste).

9. El *Especial* Mercado de Control Societario de las Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas

Como podemos haber concluido del estudio de la regulación de las Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas. Éstas si bien cuentan con el activo de poder acceder a sistemas de financiamiento más amplios que las meramente bancarias, cuentan con un conjunto de obligaciones especiales que deben cumplir por la situación misma en la que se encuentran. Una de estas obligaciones se da en el contexto de una toma de control que deseen realizar sobre ellas.

Con respecto a las tomas de control, éstas ya han sido analizadas en el capítulo IV, pero de manera amplia. En esta oportunidad nos referiremos a las tomas de control pero que atañen sólo a las Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas.

Las tomas de control de Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas, siempre han generado diversos puntos de vista, ello debido a los múltiples intereses que se encuentran en juego, tales como los intereses de los accionistas, administradores, inversionistas, trabajadores, etc. Estos puntos de vista han tenido una materialización en los modelos regulatorios que a continuación presentamos.

10. Modelos de Regulación del Mercado de Control Societario de las Sociedades Anónimas Abiertas Cotizadas

La legislación inglesa y norteamericana fueron las primeras regulaciones sobre las OPAs a finales de la década de los años sesenta, que se dieron con el objetivo de ordenar el desarrollo de las mismas, ya que éstas eran consideradas como operaciones especiales de adquisición de valores negociados en un mercado. De esta manera, en ambos países se incluyeron normas de carácter sustantivo que limitaban la libertad del oferente en la determinación del contenido y procedimiento de la operación, y además se le obligaba a informar sobre los aspectos sustanciales de la operación a todas las partes que intervenían en la misma.

Sin embargo, a diferencia de Estados Unidos, Gran Bretaña dio un paso más y, además de determinar el contenido de las OPAs formuladas voluntariamente, limitó la forma en que podían llevarse a cabo las tomas de control de las grandes sociedades cotizadas. De esta manera, la figura principal de esta nueva regulación fue la OPA obligatoria ordinaria por la cual, quien alcanzaba el control en una sociedad cuyos títulos eran negociados en un mercado, debía, posteriormente, realizar una OPA dirigida a todos los accionistas de una sociedad²⁷.

De esta manera, siendo evidente la disparidad en los dos tratamientos, se han ido perfilando dos modelos básicos de regulación del mercado de control societario, siendo ellos: los modelos estadounidense y británico. El primero, que se limita a regular

²⁷ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 59.

exclusivamente los aspectos contractuales y procedimentales de la OPA por ser ésta un medio de adquisición especial de valores; mientras que el segundo, además de regular estos aspectos, incluye la figura de la OPA obligatoria ordinaria que limita la libertad de contratación en el mercado de control societario.

Considerar, sin embargo, cuál de los dos se encuentran en un estadio más avanzado en cuanto a regulación se refiere, sería un tanto en vano, ya que ambas obedecen a formas distintas de entender y responder el fenómeno de las tomas de control.

En el tratamiento legislativo norteamericano se ha enfatizado los beneficios que reporta el procedimiento de la OPA en el mercado de control societario. Por lo tanto, el tipo de regulación societaria es hacia el aseguramiento del desarrollo del mercado de control societario. La tendencia de los países que han optado por este modelo se caracterizan o por ser países en los que existe un mercado de control societario desarrollado donde las tomas de control se realizan principalmente por medio de OPAs; o bien por ser países donde no existe un mercado de control y, por tanto, los problemas que provocan estas tomas de control son exigüos.

Por otro lado, el modelo británico, ha sido desarrollado por aquellos ordenamientos que consideran que las tomas de control perjudican los intereses de los inversionistas en el mercado de valores. Así pues, además de regular la OPA como una operación especial de adquisición de acciones, se ha limitado la libertad del eventual adquirente al exigir la formulación de una OPA, en algunas ocasiones *a priori* y en otras, *a posteriori*, logrando de esta manera que los accionistas puedan decidir sobre el cambio de control y tengan, además la posibilidad de desinvertir en condiciones de igualdad.

10.1 El sistema de OPA Voluntaria: El modelo estadounidense

Acorde con el principio de libre mercado que no sólo respecto a mercado de valores propugna, Estados Unidos se ha preocupado más en respetar la libertad en el mercado de control societario que los derechos de los accionistas, los cuales pueden ser trastocados en un procedimiento de toma de control. De ahí que cuando una persona natural o jurídica desea adquirir el control de una sociedad, cotizada o no, puede

hacerlo bajo el procedimiento que desee, pudiendo ser éste: una OPA, una cesión de control o la de una compra sucesiva de acciones en el mercado.

La *Williams Act* es el dispositivo más importante dentro del modelo norteamericano y se trata de un conjunto de normas a nivel federal, las cuales prescriben ciertos deberes de información cuando un sujeto realiza alguna compra de acciones significativa de una sociedad cotizada con la finalidad de cumplir con el principio de *full disclosure* que inspira e informa de forma general toda la regulación del mercado de valores estadounidense.

Sala I Andrés considera que la característica básica que define al modelo estadounidense de regulación de las OPAs es la de considerarla como una técnica de adquisición de valores cotizados que, por su especialidad, debe seguir unas normas sustantivas y procedimentales así como unos deberes de información, respetando la libertad de decisión del adquirente en la elección de los modos de tomar el control de las sociedades, ya sean cotizadas o no²⁸.

10.1.1. La “*Williams Act*” de 1968

La *Williams Act*, norma de ámbito federal, fue aprobada en 1968 e incorporada como una enmienda a la *Securities and Exchange Act de 1934*, legislación federal que regula el mercado de valores secundario (también conocido como, *SEA 34*).

La legislación federal sobre el mercado de valores está formada por la *Securities Act de 1933* (también conocida como, *SA 33*) y por la *SEA 34* juntamente con otras leyes más sectoriales. La *SA 33* ordena el mercado primario de valores dando a los inversionistas el material financiero y otras informaciones relacionadas con las nuevas emisiones de valores ofrecidas al público y prohibiendo las ventas fraudulentas de acciones. La *SEA 34*, vista muchas veces como un *cajón de sastre*, se ocupa del mercado secundario de valores extendiendo su ámbito de aplicación tanto a los mercados oficiales nacionales como al mercado interestatal conocido como *over-the-counter market* (conocido también como, OCM). De esta manera, para llevar a cabo la reforma del mercado de valores que se inició con la aprobación de la *SA 33* fue

²⁸ *Ibidem*, p. 61.

necesario también la creación de una agencia que se encargara de su aplicación y administración, así en 1934, juntamente con la aprobación de la *SEA 34* se creó la *Securities and Exchange Comission* (también conocida como la SEC), cuya principal responsabilidad es asegurar un mercado equitativo y eficiente²⁹.

La regulación del mercado de valores y la SEC, surgieron como desarrollo de la filosofía del *full disclosure* impuesta por el Presidente Roosevelt para acabar con el *laissez faire* imperante en este campo que en los años veinte había conducido finalmente al *crack de 1929*. A través de la obligación de publicar cierta información, las dos leyes buscan un mercado eficiente capaz de proteger especialmente al pequeño inversionista tanto ante la emisión de nuevas acciones como en el momento de comerciar con éstas; en otras palabras, en el ámbito del mercado primario y en el del mercado secundario. Así se desprende de los informes anteriores a la aprobación de estas leyes donde se justificaba la necesidad de ese deber de información³⁰:

H. Rep. n° 85 (73d. Cong., 1sr. Sess. 8) (1933): "The purpose of these sections (SA 33) is to secure to potencial buyer the means of understanding the intricancies of the transaction into which they are invited"

H. Rep. n° 1.383 (73d. Cong., 1sr. Sess. 2) (1934): "The idea of a free and open public market is built upon the theory that competing judgments of buyers or sellers as to the fair price of security brings about a situation where the market price reflects nearly as possible a just price (...) There cannot be honest market without honest publicity".

Por otro lado, la filosofía de la SEC puede resumirse en cinco ideas básicas, las cuales pueden ser utilizadas como argumentos para implantar esta nueva legislación: si no existe un deber de información los emisores nunca darán la información necesaria; debe exigirse la información a la persona que la posee para reducir los costos de los intermediarios; la falta de información produce la desconfianza general del público; las leyes estatales y las asociaciones privadas no pueden asegurar este mínimo de

²⁹ *Ibidem*, p. 61.

³⁰ *Ibidem*, p. 62.

información; y finalmente, las acciones judiciales civiles o penales no son suficientes para alcanzar los niveles óptimos de información societaria³¹.

También debe destacarse el libro escrito por Brandeis, uno de los sujetos más influyentes en el mercado de valores, quién en los años 30 apuntaba: “*Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectant*”³².

La aprobación de la *Williams Act* fue la respuesta de la SEC a la ola de concentraciones empresariales realizadas por medio de las OPAs, compras en el mercado y cesiones de control durante los años sesenta en las que no se respetaba el principio de información en el mercado, ni el trato igual a los inversionistas. Las OPAs eran una de las técnicas más utilizadas durante la década de los sesenta como técnica de adquisición del control. Entre muchas de las causas que influyeron en el predominio de las OPAs sobre las otras técnicas de adquisición de control, cabe destacar, la gran liquidez de las sociedades y la facilidad de la obtención de créditos que favorecía la financiación de las OPAs; una bajada del precio del mercado de las acciones; la falta de regulación sobre las ofertas de compra; y las ventajas que presentaban las OPAs frente a las “*proxy fights*”.

Sin embargo, en la formulación de las OPAs fue donde se detectaron los mayores problemas que impedían el trato igual a los inversionistas y donde los oferentes no daban la información necesaria para que los inversionistas pudieran decidir con conocimiento de causa sobre su inversión. Entre las prácticas más utilizadas durante esos años cabe destacar, por sus efectos negativos, la existencia de compras anteriores o paralelas a la formulación de la OPA a precios superiores, la formulación de OPAs a dos tramos, la existencia de OPAs parciales, etc. El resultado de esas prácticas era que los accionistas no podían tomar una decisión pausada y racional sobre

³¹ LOSS, L. y SELIGMAN, J., *Securities Regulation*, 3^{ra}. ed., vol. 6, Boston: Brown and Company, 1961, pp. 193 y ss.; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 62.

³² BRANDEIS, L., *Other People's Money*, 1933 (traducción: *El dinero de los demás*, por R. Girbau Pedragrosa y J.L. Blanco Ruiz), Barcelona: Ariel, 1994; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 62.

el destino de sus valores ya que no existía información suficiente y sólo podían vender aquellos inversores que aceptaban en primer lugar³³.

Frente a este escenario, la solución adoptada por la SEC fue extender los principios de transparencia y trato igualitario que inspiraban la regulación del mercado de valores, al campo de las adquisiciones de paquetes significativos de acciones cotizadas, lo que se traduciría en el desarrollo de unas normas que incluían unos deberes de información cuando se realizaban compras significativas de acciones ya sea fuera del mercado, por medio de OPAs o por cesiones de control.

Así pues, la *Williams Act* con el objetivo de ordenar el desarrollo de las OPAs y de exigir información ante las adquisiciones de acciones en porcentajes significativos realizadas a través de OPAs, cesiones de control o compras en el mercado, introdujo en la *SEA 34* las siguientes secciones: la sección 13(d) que prevé un deber de información ante las adquisiciones significativas de acciones negociadas; la sección 13(e) que se ocupa de la compra de acciones por la propia sociedad; la sección 14(d) encargada de las OPAs sobre acciones negociadas; la sección 14(e) que controla el fraude en la información en el campo de las OPAs; y finalmente, la sección 14(f) sobre acuerdos de elección de administradores.

Sin embargo, ello no era suficiente, se quería más; y es así que en 1970 la *Williams Act* fue modificada para ampliar su ámbito de aplicación a ciertas áreas no incluidas. En primer lugar, se redujo el porcentaje significativo del 10% a 5% con respecto al porcentaje de capital que se deseaba adquirir, y, en segundo lugar, se incluyeron las *OPAs de cambio* en la regulación de las ofertas.

La primera propuesta a escala federal de regulación de las OPAs³⁴, presentada también por el Senador Williams, fue rechazada por el Congreso debido a la falta de neutralidad de la misma y por apartarse, del objetivo básico de las leyes federales sobre el mercado de valores, esto es, la protección del inversionista. Esta primera propuesta

³³ BRANSON, D. M., "Some suggestions from a Comparison of British and American Tender Offer Regulation", *Cornell Law Review*, Nº 56, 1971, pp. 739 y ss.; citado por: SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 62.

³⁴ Signada con el número 28.257 CON. REC., Octubre 22, 1965. *Protection Against Corporate Raiders*. New Jersey, 1965.

tenía como objetivo principal proteger el *status quo* de los grupos de control de las sociedades tradicionales amenazados por estas nuevas técnicas de control, las OPAs, debido a su rapidez, agresividad y secretismo. Estas características ponían en peligro las posiciones de control en estas sociedades. Por ello, a través de esta propuesta, se exigía proteger a las sociedades afectadas por la oferta, obligando a los oferentes a informar de sus planes con veinte días de antelación para que de esta forma los administradores afectados pudieran tomar las medidas defensivas oportunas. Esta regulación era la única diseñada para beneficiar al emisor de acciones en lugar del inversionista, por lo tanto, el Congreso la rechazó en su globalidad.

La *Williams Act* pretende dar publicidad e información suficiente sobre aquellas adquisiciones significativas de acciones de sociedades que cotizan en alguna Bolsa nacional para cumplir con el principio de transparencia que informa toda la legislación del mercado de valores. De esta manera, según lo establecido en la sección 13(d) *SEA 34*, y refiriéndose a las cesiones de control y compra de acciones en el mercado, toda persona que haya adquirido acciones que representen una participación significativa en una sociedad cotizada, teniendo por tal un porcentaje del 5%, debería informar de la misma en el plazo posterior de 10 días desde la adquisición al emisor de los títulos, a la SEC y a las Bolsas donde se negocien. Además bajo esta regulación, debería incluirse la identificación de los adquirentes, las fuentes de financiación, el número de acciones poseídas por el adquirente, cualquier contrato o acuerdo sobre las acciones y el objeto de la operación, señalando, si es el caso, si se pretende realizar una adquisición del control de esa sociedad.

Por otra parte, la *Williams Act* desarrolla un conjunto de normas sustantivas para las OPAs con el objetivo de dar información y un trato igual a los inversionistas para que puedan tomar una decisión racional sobre el futuro de su inversión, evitar los fraudes posibles en estas operaciones, disciplinar la conducta de las partes y dar los poderes suficientes a la SEC para que pueda controlar el desarrollo de estas operaciones. Para ello, de acuerdo con la Sección 14 (d) de la *SEA 34* cuando una persona pretenda realizar una OPA sobre un 5% de las acciones de una sociedad cotizada, en primer lugar, deberá publicar la información necesaria y, en segundo lugar, seguir un conjunto de normas procedimentales y sustantivas inspiradas en el principio

de igualdad de los inversores que exigen, principalmente, un período mínimo de vigencia de la oferta, un trato igual a todos los inversores y unas reglas de prorrateo³⁵.

El ámbito de aplicación objetivo de la Sección 14(d) de la *Williams Act*, que contiene el régimen de las OPAs, en un principio se limitó a aquellas operaciones que tradicionalmente se entienden como OPA. Sin embargo, poco a poco los deberes incluidos en estas secciones se fueron ampliando a otras operaciones conocidas como “OPAs no convencionales”, las cuales se tratan de otras formas de adquisición significativa de acciones negociadas en el mercado de valores que presentan los mismos problemas que las OPAs: propuestas de adquisición de acciones que colocan a los accionistas en situación de tomar una decisión apresurada y desinformada. Los tribunales, por medio de sus decisiones, han elaborado distintos tests para determinar qué tipo de operaciones deben enmarcarse dentro del término OPA y, así, exigen aplicar esta regulación a operaciones que provoquen una decisión rápida e irreflexiva a los accionistas en la venta de sus acciones³⁶.

³⁵ La sección 14(d)(1) de la *SEA 34*, desarrollada por las reglas 14(d)(2) a 14(d)(8) impone la obligación de informar antes de la realización de una OPA a los accionistas de la sociedad afectada y a la propia SEC, debiendo incluirse en la misma: la identificación de la sociedad afectada y el número de acciones deseadas; la identidad del oferente; los contratos existentes entre el oferente y la sociedad afectada; la cantidad y procedencia de los fondos utilizados para la adquisición de las acciones; objeto de la oferta e intenciones del oferente; intereses accionariales en la sociedad afectada; personas que serán despedidas o contratadas por el oferente; así como toda información que exija la SEC. Además, de acuerdo con la Regla 14(e) (2) el órgano de administración de la sociedad afectada deberá también publicar su opinión sobre la oferta. Los distintos apartados de la Sección 14(d), desarrollados por distintas Reglas, incluyen una serie de normas de carácter sustantivo que limitan la autonomía de la voluntad de las partes que participan en una oferta para conseguir el principio anunciado en la regla 14(d)(10) que informa todo el desarrollo de la OPA: “*Trato igual a los accionistas: (a) ningún oferente debe realizar una oferta pública de adquisición salvo que: (1) La oferta sea abierta a todos los accionistas de una misma clase de sujetos; y (2) la contraprestación pagada a cualquier accionista sea el precio superior pagado a otro titular durante esa oferta*”. De esta manera, se impone que la OPA se dirija a todos los accionistas y que el precio ofrecido sea el mismo para todos. Para cumplir este principio de igualdad se exige además, por una parte, que cuando el oferente adquiera acciones a un precio superior al de la oferta realice el pago de la diferencia al resto de los accionistas (Sección 14.d.7); y, por otra parte, si la oferta es parcial que se sigan las reglas de prorrateo si las aceptaciones son superiores al número máximo de acciones que el oferente quiere adquirir (Sección 14.d.6).

³⁶ En el caso *Cattlemen’s Investment Company v. Fears*, fue la primera vez que los Tribunales realizaron una extensión del término OPA. El Tribunal determinó que cuando existía una solicitud de compra amplia y activa, aunque fuera a través de instrumentos privados como cartas, llamadas telefónicas o visitas personales, debía ser considerada como una oferta pública, a pesar de la ausencia de un anuncio público, de una prima y de una limitación en el tiempo. El hecho importante era que existía una solicitud a varias personas. El profesor Aranow comentaba que este caso podía interpretarse como un intento de los Tribunales para incluir las negociaciones privadas en el ámbito de aplicación de la *Williams Act* si la solicitud es amplia y tiene la potencialidad de provocar a los accionistas el tomar una decisión de inversión apresurada.

El resultado en la práctica ha sido exigir la aplicación de la regulación de las OPAs ante algunas compras privadas de acciones y ante compras en el mercado. Con ello se ha querido evitar que situaciones formalmente diversas pero sustancialmente iguales, por sus consecuencias económicas y de impacto social sean tratadas de distinta forma. Esta extensión no ha sido fortuita, sino que ha venido propiciada por el descuido intencionado por parte del legislador estadounidense de definir el término OPA. La falta de definición obedece al deseo de permitir cierta flexibilidad a los Tribunales en el momento de determinar el ámbito de aplicación de este régimen, ofreciéndoles así la posibilidad de aplicarlo a nuevas operaciones que pudieran comportar los mismos efectos que una OPA con la intención de tutelar a los accionistas de la sociedad afectada.

En un informe de 1976, la SEC propuso nuevas reglas sobre las OPAs, adoptando la siguiente posición en torno a la necesidad o la falta necesidad de la definición del término OPA: *“In the light of the record of the Tender Offer Hearing the Commission's position at this time is that a definition of the term tender offer is neither appropriate nor necessary. This position is premised on the dynamic nature of these transactions and the need of the Commission of remain flexible in determining what types of transactions, either present or yet to be devised, are or should be encompassed by the term. Therefore, the Commission specifically decline to propose a definition of the term tender offer”*³⁷.

Si bien es cierto, que lo anteriormente indicado hasta cierto punto es beneficioso para los accionistas, no cabe duda también que tiene como contraparte el no otorgar seguridad jurídica para aquellas personas que pretendían alcanzar un 5% de las acciones de una sociedad cotizada, ya que no sabían con certeza si debían seguir el régimen de las OPAs o, por el contrario, debían correr el riesgo de no seguir ese procedimiento y ser sancionados si algún accionista o administrador considera que dicha operación tiene en la práctica los mismos efectos que una OPA. Esta inseguridad originó conflictos e interrogantes sobre esta materia.

³⁷ En *SEC Exchange Act Release*, n° 12,676 [1976-1977 Transfer Binder]. FED.SEC.L.REP (CCH) # 80,659 at 86,695-96 (Agosto 2, 1976).

Desde los años ochenta, la SEC ha intentado en diversas ocasiones sustituir el sistema vigente de OPA voluntaria y libertad en el mercado de control por un sistema de OPA obligatoria. Se puede considerar como un primer intento la propuesta de modificación de las reglas que desarrollan la legislación de la *Williams Act*. En tal sentido, la SEC propuso una definición de OPA en la que se incluían no sólo las ofertas públicas en sentido estricto, sino también las cesiones y ciertas compras en el mercado. El fin de la SEC era ampliar el ámbito de aplicación de la regulación propia de las OPAs a todas las adquisiciones de acciones significativas. Como antaño se dio cuenta la doctrina, con esta reforma la SEC no sólo buscaba la determinación del concepto OPA, sino de un cambio de sistema de regulación del mercado de control. Sin embargo, esta modificación no podía realizarse por medio de una norma con rango reglamentario, sino que era necesaria una reforma de la Ley³⁸.

No pasarían ni cinco años para que la SEC presentara una nueva propuesta de ley para modificar el sistema de regulación previsto en la *Williams Act* e incluir un sistema de OPA obligatoria directamente inspirado en el modelo británico, donde lo importante era el porcentaje de acciones objeto de la adquisición y no las formas de adquisición en que se hiciesen³⁹. Como no es difícil imaginar, la respuesta fue rechazada y se concluyó que su aprobación afectaría negativamente al mercado de control societario, además de no existir ninguna razón para introducir el sistema de OPA obligatoria⁴⁰.

³⁸ El 29 de noviembre de 1979 la Comisión propone una modificación de la regla 14(d) para introducir una doble definición del término oferta pública (*two-tier definition*), por la cual una OPA consistía en aquella compra de acciones realizada durante un período de 45 días, dirigida a más de diez personas y que pretendiera la adquisición de más de un 5% de una clase de acciones cotizadas. De forma alternativa, también se consideraba una oferta pública aquella realizada de forma dispersa y amplia por un precio superior al del mercado y que no ofreciera la oportunidad de negociar los términos de la oferta. El objetivo de estas modificaciones era ampliar el ámbito de aplicación de la *Williams Act* y hacer preceptivas las normas propias de la OPA a otras operaciones como las compras en el mercado y las cesiones de control. La respuesta generalizada por parte de la doctrina a esta propuesta fue calificar este criterio de excesivamente restrictivo y exigente.

³⁹ La propuesta tuvo lugar en 1983 y fue realizada por el *Advisory Committee on Tender Offers*, comité creado por la SEC. Su objetivo era analizar las distintas formas de adquirir el control existente en ese momento. La propuesta consistía en la inclusión y defensa de la figura de las OPAs obligatorias. Considerando que el control era un activo social, exigían que cualquier prima pagada por él debía repartirse, de acuerdo con el principio de igualdad entre todos los accionistas. Por lo tanto, su propuesta consistió en que no podían adquirirse acciones que representaran el 20% de los derechos de voto de una sociedad, si no era a través de una OPA; con la posibilidad, sin embargo, de exenciones por parte de la SEC, cuando no existiera razón para aplicarla.

⁴⁰ El alto costo que significaban las transacciones de tomas de control eran la base de las críticas a esta nueva figura en los Estados Unidos, ya que enfatizaban en el hecho de que hacía que exista una

A pesar de los distintos intentos de la SEC por instaurar un nuevo modelo de regulación del mercado de control societario en Estados Unidos, aún hoy sigue vigente la libertad en la elección de las formas de adquirir el control, siguiendo la solución tradicional de los Tribunales norteamericanos, donde sólo se requiere un deber de información cuando las adquisiciones de acciones negociadas se consideran significativas y, además, un trato igual cuando la forma elegida sea una OPA.

10.2 El sistema de OPA Obligatoria Ordinaria: El Modelo Británico

La regulación con respecto a las tomas de control en Gran Bretaña se forman a partir de la confluencia de un conjunto de textos normativos de distinta naturaleza en la cual encontramos normas de corte societario, bursátil así como regulaciones voluntarias del mercado de valores.

El principal texto que define este marco jurídico en Gran Bretaña es el *City Code on Takeovers and Mergers* (en adelante, *City Code*). El objetivo que persiguió su creación fue asegurar un trato igualitario a los accionistas de las sociedades que cotizan o hayan acudido al mercado de valores para su financiación en los diez años anteriores a la toma de control por terceros. El instrumento utilizado para conseguirlo fue la inclusión de la obligación por parte del que adquiere el control de presentar una OPA *a posteriori* y total. De esta forma se da la posibilidad a los accionistas de vender sus acciones al mismo precio y de abandonar esa sociedad cuando no acepten el nuevo control. De esta manera, el modelo británico sobre tomas de control se caracteriza, por limitar la autonomía de la voluntad de los adquirentes en el mercado de control societario.

Junto al *City Code* se encuentra *The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares* (también conocidos como las *SARs*), texto que limita la forma de adquirir una participación importante inferior a un 30% de acciones. Con este dispositivo se exige la formulación de una *tender offer* como único camino posible para adquirir una cantidad importante de acciones en un período breve de tiempo. El principal objetivo de las *SARs* es garantizar la igualdad de los inversores en la venta de sus acciones. De esta manera, el modelo inglés, por una parte, limita la forma de adquirir las acciones antes

disminución en la actividad del mercado de control y, por lo tanto, de los beneficios atribuidos a este mercado.

de una toma de control y, por otra parte, limita también la forma en que se puede llevar a cabo una toma de control.

Otras normas societarias y bursátiles sirven de complemento a la regulación principal contenida en los dos textos de naturaleza voluntaria dedicados exclusivamente a las tomas de control. Uno de ellos es la *Companies Act* de 1985, en la cual se incluye una regulación especial sobre esta materia con el objetivo de limitar el riesgo de abuso en estas operaciones, principalmente por parte de los administradores de las sociedades implicadas.

Otras normas que complementan al *City Code*, se pueden agrupar en dos grupos de disposiciones. En primer lugar, aquellas que se ocupan directamente de las tomas de control: a) Parte XIII A C.A. 1985, titulada *Takeover offers* cuyo objetivo es facilitar la integración absoluta entre sociedades cuando una pequeña minoría de accionistas no ha aceptado una oferta de toma de control. Para ello establecen un derecho de “expropiación” del oferente sobre los accionistas minoritarios disidentes y un derecho correlativo a favor de los accionistas minoritarios a exigir la compra de sus acciones una vez finalizada la oferta pública.

En segundo lugar, aquellas normas de carácter general pero que, por su contenido, tienen especial relevancia en los procesos de tomas de control: a) la sección 330 C.A. 1985 donde se limitan las ayudas financieras para la compra de acciones propias; b) las secciones 198-220 C.A. 1985 que incluyen un deber de información por creación de paquetes accionariales significativos; y c) la sección 459 C.A. 1985 que prevé una acción por perjuicio a los accionistas o grupos de accionistas.

Por otro lado, dentro de los documentos a mencionar está, el *Yellow Book*, texto que regula el mercado oficial del *Stock Exchange*, conocido oficialmente como *Admissions of Securities Listing*, el cual exige obligaciones complementarias de información en las tomas de control, principalmente dirigidas a los accionistas de la sociedad que realiza la OPA.

10.2.1. The City Code on Takeovers and Merger

En 1968 se publicó la primera edición del *City Code*, texto fundamental de la regulación de las tomas de control en Gran Bretaña. Éste fue dado como respuesta a un conjunto de prácticas en este campo, principalmente en el desarrollo de las ofertas públicas de adquisición que la doctrina consideró negativas, así como a la falta de efectividad de las regulaciones sobre esta materia existentes hasta ese momento.

Junto al *City Code*, se creó paralelamente el *City Panel on Takeover and Mergers* (conocido también como Panel⁴¹) como órgano responsable de la administración de este texto.

Es de resaltar, que en Gran Bretaña desde los años sesenta ha habido un gran desarrollo de este tipo de regulación. En el mercado de valores se distinguen claramente dos tipos de normas: aquellas que provienen del Estado y que se caracterizan por su lento proceso de reforma y su complejidad; y, otras que son las denominadas, *self-regulations* que surgen de un conjunto de individuos, generalmente miembros de una profesión, que acuerdan observar cierta conducta de trabajo y que se caracterizan por una aplicación flexible e individualizada y por la gran rapidez en su modificación. Si bien la doctrina británica pone en relieve como elemento negativo de las *self-regulation* la falta de eficacia de sus sanciones, el *Panel*, parece contradecir aquel criterio ya que ha demostrado ser eficiente aún con no contar con un régimen sancionador propio completo y eficaz.

La naturaleza especial del *City Code* ha influido tanto en la estructura de su contenido como en la forma de interpretación. En cuanto a su estructura, el *City Code*, desde su primera versión, trae inserta una lista de principios generales que son una codificación de las buenas maneras que deben presidir toda toma de control y que se reducen al deber de información y al deber de trato igualitario a los accionistas.

⁴¹ El *Panel* es un organismo de carácter privado sin personalidad jurídica, cuyos miembros son nombrados por el Gobernador del Banco de Inglaterra, que tiene como función básica la aplicación del *City Code* y de las *SARs*. Por su objeto, forma parte del sistema de regulación del mercado financiero pero no tiene ninguna base legal ni puede, por tanto, imponer sanciones fundamentadas en leyes. En otras palabras, el *Panel* se ha definido como un grupo de personas que obligan y se obligan al cumplimiento de un código de conducta en el campo de las tomas de control. La fuerza que ha adquirido no tiene base legal, ni tampoco goza de prerrogativa alguna, ni tampoco de una relación contractual entre el mercado financiero y sus miembros, sino de esa unión formada por los cuerpos más importantes de la *City* que despliega un inmenso poder en este campo a través de sus funciones.

Posteriormente, estos principios fueron desarrollados por un conjunto de reglas tanto sustantivas como procedimentales. Aunado a ello, existen un conjunto de notas, referidas tanto a los principios generales como a las reglas, que permiten conocer la aplicación del texto realizada por el *Panel*. La interpretación de estos principios y reglas, que corresponde exclusivamente al *Panel*, debe realizarse siempre de acuerdo con la finalidad que pretende el *City Code*. Esta última afirmación, nos lleva a pensar que el *Panel* podrá imponer la obligación de formular una OPA incluso cuando ésta no esté expresamente prevista en el *City Code*, y *contrario sensu*, podrá librar a una persona de esta obligación sin existir una norma que prevea la excepción de manera expresa. Esta flexibilidad que existe y que cualquiera, en una primera impresión pudiera creer que se trata de un problema, por la inseguridad que pudiese generar; por el contrario, constituye una de sus principales fortalezas ya que, justamente debido a su falta de formalismo, se ha podido ir adaptando a las distintas innovaciones que a través de rápidas y continuas modificaciones se han producido.

La práctica británica en el mercado de control, se caracterizó y aún hoy en día se sigue caracterizando por la innovación de las técnicas utilizadas y además, por la gran tenacidad de sus participantes en evitar la aplicación de las reglas existentes, lo que provocó que el *City Code* tomara la forma de un Código de Conducta o, lo que es o mismo, de *self-regulation*.

En sus 30 años de vigencia, como es de esperar, el contenido del *City Code*, no ha sido siempre el mismo. De esta manera se pueden distinguir claramente dos etapas. En su primera etapa, que se prolongó desde su aparición hasta 1972, su objetivo principal fue establecer las formas en que debían desarrollarse las OPAs cuando se formulaban voluntariamente. Estaba formado por un conjunto de reglas inspiradas en el principio de igualdad y de transparencia que determinaban las características y el procedimiento que debía seguir toda oferta formulada voluntariamente. Asimismo, por primera vez, se introdujo una limitación a la forma de adquirir el control de una sociedad cotizada. En efecto, la Regla 10 del *City Code*, fundamentándose en el deber fiduciario de los administradores con la sociedad, prohibía a los administradores vender un paquete de control salvo que el comprador se comprometiese a extender esa compra al resto de los accionistas, siendo la operatividad de esta obligación muy criticada por

no determinarse objetivamente qué debía entenderse por control y por no haberse previsto un régimen sancionador.

La segunda etapa se inicia con una nueva elección del *City Code* en 1972 donde por primera vez se incluye la figura de la OPA obligatoria ordinaria. Se puede calificar su aparición como la respuesta a un conjunto de prácticas en el campo de las tomas de control que destacaron en el bienio 1971-1972 y que pusieron en evidencia un conflicto básico entre el principio de libre mercado en las tomas de control y el principio de trato igualitario para los accionistas. Al parecer, la solución apareció con la introducción de dos nuevas reglas en la edición del *City Code* de 1972 en las que se preveía la OPA obligatoria para dos supuestos distintos. El primero consistía en que una parte se obligaba a formular una oferta general dirigida a todos los accionistas a quién adquiriría acciones de forma sucesiva que, junto a las adquiridas por personas actuando en concierto, comportaban un 40% de los derechos de voto. El segundo supuesto consistía en que una parte se obligaba también a presentar una OPA a quien hubiera adquirido el control, considerado como un 30% de los derechos de voto, con la compra de un paquete de acciones. Sin embargo y a pesar de la introducción de estas nuevas reglas, el régimen de las ofertas obligatorias no era nada claro debido a la falta de coordinación entre ambas.

La necesidad de terminar con este problema en la aplicación conjunta de estas disposiciones dio lugar a la actual formulación de la regla de la oferta obligatoria ordinaria, por la cual toda persona que haya adquirido una participación significativa en una sociedad cotizada o que haya sido financiada públicamente en los últimos diez años deberá realizar una OPA que siga las condiciones establecidas en el *City Code*.

El *City Code* desde 1972, por lo tanto, se caracteriza por incluir una regulación completa de las tomas de control formada por tres instrumentos básicos: en primer lugar, la introducción de las ofertas obligatorias, hito de gran importancia pues a partir de entonces toda toma de control de una sociedad abierta o cotizada, realizada por medio de una adquisición de acciones, deberá ir seguida de una oferta; en segundo lugar, se desarrolla un Código de Conducta que establece unas condiciones y un procedimiento general para toda la oferta pública; y, en tercer lugar, la consolidación

del *City Panel on Takeovers and Mergers* como órgano responsable de la administración del *City Code*.

Actualmente, la regla básica del *City Code* que ordena las tomas de control es la contenida en el numeral 9.1 por la cual toda persona que, por medio de una adquisición de acciones haya alcanzado una participación significativa de una sociedad cotizada o de una sociedad que haya acudido al mercado primario durante los últimos diez años deberá realizar una oferta general al resto de los accionistas. Se considera participación significativa aquel conjunto de acciones que represente porcentajes iguales o superiores a un 30 por ciento del capital con derecho a voto de la sociedad afectada o, también incrementar el porcentaje que se posee en una sociedad cuando se tiene un 30 por ciento del capital, pero no se llega al 50 por ciento. Para el cómputo de la participación significativa se tendrán en cuenta las acciones poseídas o adquiridas por una misma persona física o jurídica, a las que se sumarán las acciones poseídas o adquiridas por las personas que actúen de forma concertada con ésta. La oferta deberá realizarse una vez adquirido ese control, esto es, se establece un sistema de OPA *a posteriori* o sobrevenida, y necesariamente deberá ser una oferta total. El *Panel* podrá exceptuar la obligación de formular una oferta si, al cumplirse algunos de los supuestos previstos en las notas finales a la Regla 9, considera que es oportuna la exención.

Por otra parte, la oferta deberá estar condicionada, para que pueda tener un resultado afirmativo, a alcanzar junto a las acciones que ya se habían adquirido, un límite mínimo del 50 por ciento de los derechos de voto; y a la resolución positiva, en su caso, del órgano nacional y comunitario encargado del control de las concentraciones empresariales. Se prohíbe rotundamente cualquier otro tipo de condición en las ofertas obligatorias, especialmente la aprobación de un acuerdo por la Junta general, de lo que se deduce que no se admiten como contraprestación valores a emitir. La oferta, finalmente, deberá realizarse siempre en forma de compra o con contraprestación alternativa (dinero o valores ya emitidos). El valor de la contraprestación no podrá ser inferior al precio superior pagado por el oferente o personas actuando en concierto en los doce meses anteriores.

El *City Code* no prevé ninguna sanción específica para el incumplimiento de sus reglas. No obstante, nadie puede negar que el *Panel* haya creado su propio régimen

sancionador. Dichas sanciones impuestas por el *Panel* pueden ir desde la prohibición de ejercitar los derechos de voto, la prohibición de adquirir más valores y la prohibición de disponer de los mismos hasta la realización de la oferta, incluso en ocasiones ha exigido, además de la realización de la oferta al mismo precio, el abono de los intereses por el retraso del pago de esa venta exigida. Esta sanción, propia de las OPAs obligatorias, puede ir acompañada de otras generales como la denuncia pública de incumplimiento o la prohibición al infractor de gozar de las facilidades ofrecidas por las distintas instituciones de la *City*. Asimismo, el Panel puede solicitar al *Council of the Stock Exchange* que suspenda la cotización de cualquier valor o que rechace la aceptación a cotización de nuevos valores. A pesar de no ser normas legales, tienen gran efectividad, ya que al ser los infractores miembros del propio *Panel* y de la *City*, no cumplirlas significa la imposibilidad de actuar en estos ámbitos.

La elección por el ordenamiento británico de un sistema de OPA obligatoria *a posteriori* y total demuestra, que su objetivo es permitir a los inversionistas la venta de sus acciones en igualdad de condiciones cuando se ha alcanzado el control de una sociedad por medio de la compra de acciones. Esto lo podemos deducir no sólo de la obligatoriedad sobrevenida de la oferta, sino también de los aspectos formales que caracterizan la realización de la misma. Concretamente, el hecho de exigir una oferta total y prohibir las ofertas parciales pone de manifiesto que no se admite la exclusión de ningún tipo de accionistas en esa venta. En segundo lugar, la naturaleza de la contraprestación se reduce a dinero o dinero y valores, por lo tanto, se da una opción real al socio de desinvertir si está de desacuerdo con el nuevo control. Y, en tercer lugar, el precio pagado no perjudica nunca al accionista, ya que es el mismo que han recibido los vendedores que han sido más beneficiados⁴².

⁴² SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 83.

CAPÍTULO VI

EL MODELO DE LA OPA OBLIGATORIA EN EL RÉGIMEN JURÍDICO PERUANO

1. Definiciones

Con ánimos de presentar diversas definiciones acerca de la OPA, mencionaremos en primer término la definición dada por la profesora Sala I Andrés quién dice que la OPA, es aquella cuya formulación es exigida por ley cuando una persona física o jurídica realiza ciertas tomas o aumentos de control en una sociedad cuyos valores son negociados en un mercado de valores¹.

Una definición etimológica nos dice que la OPA es una institución jurídica característica de los mercados de valores desarrollados y tiene su origen en el derecho anglosajón, en el cual se conoce como *take over bid*, que encuentra en la expresión “*propuesta de toma de control*” su mejor traducción.

El profesor Tapia Hermida define a las OPAs como ofertas de adquisición que una persona física o jurídica formula públicamente ante los titulares de acciones de una sociedad cotizada en Bolsa o de otros valores que incorporen una opción a la conversión en tales acciones (por ejemplo: obligaciones convertibles) o a la adquisición originaria o derivativa de aquéllas (por ejemplo: *warrants*); cualificadas por la intención del oferente de adquirir una participación significativa o de control en el capital social de aquella sociedad. En consecuencia, las OPAs son fenómenos complejos que pueden ser analizados jurídicamente desde diversas perspectivas. En primer lugar, y desde una perspectiva individualizada (que podríamos calificar como “microjurídica”) cada OPA, en cuanto oferta pública, pretende dar lugar una pluralidad de aceptaciones que, al coincidir con aquella oferta, desembocarán en el nacimiento de múltiples consentimientos contractuales. Estos consentimientos, al recaer sobre un objeto cierto y contar con una causa válida, darán lugar a un conjunto de contratos de compraventa o de permuta de valores. No obstante, que estos contratos de compraventa o permuta se desarrollan en un contexto inequívocamente mercantil, tanto por los valores negociables sobre los que recaen, como por los sujetos que intervienen, así como por el contexto bursátil en el que se desarrollan. No es, sin embargo, en este ámbito jurídico-contractual, donde la OPA muestra sus perfiles característicos, sino que

¹ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op.cit.*, p. 113.

es en el marco de las relaciones societarias y mobiliarias donde las OPAs adquieren su pleno significado².

Ibáñez Jiménez define a la OPA como una operación del mercado de valores por la que un oferente, emisor o no, propone a un colectivo de personas de una sociedad destinataria de la oferta, forzosamente cotizada, la adquisición de sus títulos, a precio y por tiempo prefijados, con sujeción a un procedimiento especial de control de las condiciones de la oferta. Además, refiriéndose al precio propuesto, nos dice que éste supera la cotización de los títulos al tiempo de dirigir la oferta, llamándose a la diferencia, sobreprecio o *prima de control*, destinada a motivar a los destinatarios para que se desprendan de la propiedad de sus títulos con ventaja respecto a la negociación bursátil alternativa³.

Las OPAs constituyen fenómenos de concentración empresarial que inciden en dos ámbitos jurídicos, según consideremos a las mismas como fines o medios. Si consideramos a las OPAs como fines o resultados, las OPAs se situarán en el Derecho de Sociedades -más concretamente, en el de las sociedades anónimas- en el que han sido calificadas dentro de las denominadas “fusiones impropias”. Mientras que si consideramos a las OPAs como medios o instrumentos, se ubicarán en el Derecho de Mercado de Valores donde se regulan en cuanto operaciones bursátiles de carácter excepcional⁴.

En doctrina nacional, encontramos autores que califican a la OPA como un régimen de oferta pública obligatoria aplicable a los casos en los que se pretende adquirir participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa. La OPA debe ser dirigida

² TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, “Regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores en el ordenamiento jurídico español”, citado por MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan (ed.), *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, Madrid: Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A., 1993, pp. 213-214.

³ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, Javier W., *La Contratación en el Mercado de Valores*, Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2001, pp. 265-266.

⁴ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *Derecho del Mercado de Valores*, Barcelona: J. M. Bosch Editor, 2000, p.251.

directamente a todos los accionistas con derecho a voto de la sociedad objetivo y a los titulares de valores susceptibles de otorgar derecho a voto en la sociedad⁵.

Otra definición que encontramos es aquella que la califica como un mecanismo de oferta pública diseñado para contribuir a que las adquisiciones y los incrementos de participación significativa en el capital de una empresa con acciones con derecho a voto listadas⁶ se realicen con transparencia, y permitan a todos los accionistas e interesados participar en ellas y en la equitativa distribución de la prima que con motivo de tal compra se pueda ofrecer, propugnando la igualdad de trato entre todos los accionistas⁷.

Finalmente, la CNMV define a la OPA como una operación por la que una persona, física o jurídica, ofrece a los accionistas de una compañía cotizada la adquisición de sus acciones u otros valores convertibles en éstas, a un determinado precio o contraprestación. Generalmente este precio es superior al de mercado, y el fin es obtener una participación significativa en el capital de la compañía. La OPA es una operación basada en la transparencia para garantizar el principio de igualdad de trato de todos los accionistas, en especial en aquellas operaciones en las que el oferente tiene acuerdos con determinados accionistas de la sociedad afectada para la adquisición de sus participaciones⁸.

De esta manera, luego de hacer un repaso sobre las múltiples definiciones que existen acerca de OPAs; haremos mención a las características que en nuestra legislación se hace, para después hacer una definición ayudada por la doctrina, cuidando de no remitirnos a las características ya esbozadas en el terreno legislativo. En este sentido, de acuerdo al artículo 68º de la LMV, tenemos:

“La persona natural o jurídica que pretenda adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una

⁵ GONZÁLES, Gerardo M. (eds.), *Manual del Mercado de Capitales 2008*. Lima: Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales, 2008, p. 47.

⁶ El léxico bursátil incluye la palabra “listado (a)” para hacer referencia a todo valor inscrito en un registro público mantenido por una bolsa de valores (en nuestro caso, en el Registro de Valores de la Bolsa de Valores de Lima).

⁷ ESCOBAR SÁNCHEZ, Ricardo, GUTIÉRREZ MOLINA, Isabel, *El Mercado de Valores Peruano*, 2002, p. 48.

⁸ CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores), *“Qué debe saber de... Los derechos y responsabilidades del accionista”*, Madrid, 2002, p. 22.

sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa, debe efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad.”

Como podemos darnos cuenta no se define a la OPA en sí misma, sino que se establece un mandato de orden imperativo a una situación específica, teniendo como premisa el pretender adquirir o incrementar, de manera directa o indirecta, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa. Frente a ese supuesto, la norma nos indica, una consecuencia, que es la realización de una OPA dirigida a los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto a dicha sociedad.

2. Finalidad

El poder delimitar la finalidad que busca el legislador al exigir a quien adquiere el control que presente una OPA dirigida a todos los accionistas de la sociedad afectada, va depender de los fundamentos por los cuales se instaura una OPA en un régimen determinado.

De acuerdo a la opinión de Sala I Andrés, basada en la regulación española, nos dice que la finalidad que busca el legislador (bajo la normativa española, claro está) al exigir a quien adquiere el control que presente una OPA dirigida a todos los accionistas de la sociedad afectada, independientemente del fundamento que le lleve a instaurar este régimen, es asegurarse de que todos los accionistas puedan o bien decidir sobre ese cambio en igualdad de condiciones, si la oferta se realiza antes del mismo, o bien vender sus acciones a un mismo precio, si la oferta es posterior a la toma de control⁹.

La finalidad que se ha perseguido con la implantación de la OPA en el Perú, no puede ser tajantemente descrita ni firmemente sostenida, ya que, de acuerdo al estudio que se ha hecho de la regulación que hemos tenido, podemos anotar que ésta no necesariamente ha respondido a criterios de necesidad, por lo que aguardaremos el

⁹ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 113.

estudio del fundamento de la OPA en nuestro país para poder esbozar la finalidad que persigue nuestra legislación con su implantación.

3. Clases de Ofertas Públicas de Adquisición

3.1. Las OPAs reglamentadas y las OPAs no reglamentadas

Se denomina una OPA reglamentada a aquella donde la ley determina y fija todos o algunos términos de la oferta; mientras que será una OPA no reglamentada aquella donde el oferente sea quien establece los términos de la oferta¹⁰.

Las ofertas reglamentadas se asimilan a los llamados contratos reglamentados o contratos normados en los que “(...) los contratantes sólo pueden establecer sus pactos y condiciones dentro de ciertos límites fijados de antemano, en razón de la necesidad de protección de una parte más débil (el trabajador, el arrendatario, el accionista minoritario), que es el factor determinante de que el contenido del contrato (y aún los preliminares del mismo, como sucede en nuestro caso) venga parcialmente predeterminado por el legislador¹¹”. Por lo que las partes son libres para contratar o no contratar, pero si contratan, el contenido de su contrato, al menos en parte muy sustancial, deberá estar reglamentado por ley.¹²

Cabe indicar que esta clasificación tiene mayor valía en el terreno doctrinario que en el práctico, toda vez que la autoridad administrativa, encargada de regular el mercado de valores en el Perú, y por lo tanto, también la regulación del procedimiento de las OPAs, la CONASEV, ahora la SMV, obliga a seguir unas condiciones mínimas y un procedimiento determinado a los oferentes cuando el objeto de esta oferta es una sociedad que tenga al menos una clase de valores con derecho a voto o susceptibles de

¹⁰ *Ibidem*, p. 105.

¹¹ SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal., “Compatibilidad de un anuncio de oferta sucesiva con el reglamento de OPAs, estando en curso otra oferta pública”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1992, p. 946. La doctrina civilista clásica define los contratos nominados o reglamentados como aquéllos que por razones de política económica y de política social tengan limitada la libertad individual. Este fenómeno obedece principalmente a razones de política social, ya que ante la realidad de la falta de igualdad entre partes contratantes no se permite la libertad contractual en la determinación de los pactos en cuanto supondría dejar a la parte más débil a (la) merced de la parte más fuerte, el Estado establece el contenido necesario para así restablecer el equilibrio perdido.

¹² DIEZ PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial (I). Introducción. Teoría del contrato*, Civitas, Madrid, 1996, p. 363.

otorgar derecho a voto, inscritas en el RPMV, ello en concordancia con el inciso b) del artículo 4º¹³ del Reglamento de OPA actual y el artículo 68º¹⁴ de la LMV.

Sobre el fundamento que explica el porqué optar por una oferta reglamentada, parte de la doctrina se ha pronunciado diciendo que si no fuese así la falta de regulación afectaría el buen funcionamiento de este mercado¹⁵. Sin embargo, no coincide que ese fundamento sea el principal por el cual una OPA deba ser una oferta reglamentada. Considero, más bien, que la OPA, entendida como una técnica especial de adquisición de valores negociados, independientemente que nos refiramos a una voluntaria u obligatoria, debe ser una oferta reglamentada toda vez que los intereses en juego son, esencialmente contrapuestos. Por una parte tenemos un potencial adquirente que desea alcanzar el control de una sociedad a un bajo precio, generalmente; y, por la otra tenemos, unos accionistas que desean evaluar la oferta para así tomar una decisión sobre la administración de la sociedad, y eventualmente, plantear medidas defensivas ante la oferta; y, otros accionistas dispuestos a vender sus acciones, pero al máximo valor posible que puedan pagar por ellas.

Sin embargo, el fundamento que ofrece parte de la doctrina no es del todo inválido ya que no hay que olvidar que las primeras OPAs formuladas sobre valores negociados en el mercado de valores fueron denunciadas por la doctrina por incidir negativamente en el funcionamiento de este mercado. De esta manera, respecto al mismo punto, Sánchez Calero a modo de justificación de esta necesidad para limitar la autonomía de la voluntad, encuentra su justificación en tres causas fundamentales: a)

¹³ “**Artículo 4º.- Obligación de efectuar OPA**

La adquisición o incremento de participación significativa genera la obligación de efectuar una OPA siempre que: (...) b) La sociedad objetivo tenga al menos una clase de valores con derecho a voto o susceptibles de otorgar derecho a voto, inscritas en el Registro; (...)”

¹⁴ “**Artículo 68º.- Oferta Pública de Adquisición y de Compra**

La persona natural o jurídica que pretenda adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa, debe efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad.”

¹⁵ BLANCO CAMPAÑA, J, “Las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios en el derecho español”, *Revista delle società*, 1982, p. 529; DOMÍNGUEZ SORS, P, “La liquidez del mercado bursátil”, *Papeles de Economía Española* 9, 1981, p.128; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., “Ofertas Públicas de Adquisición voluntarias”, en SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, Vol. 1, *Centro de Documentación Bancaria y Bursátil*, Madrid, 1993, pp. 217-222; OTERO LASTRES, J. M. “La oferta pública de adquisición de acciones de sociedades anónimas no cotizadas en Bolsa”, en AAVV, *Adquisición de sociedades no cotizadas*, Deusto, Bilbao, 1994, pp. 228 y ss.; citado por: SALA I ANDRES, Ana Maria, *op. cit.*, p. 107.

por ser adquisiciones de acciones que transcurrían al margen del mercado de valores oficial; b) por su carácter público; y, c) por la falta de información aportada por los oferentes¹⁶.

El mismo autor nos explica que al ser ésta una oferta que discurría al margen de la contratación ordinaria y que además ofrecían un precio superior al que podía obtenerse en Bolsa por unos mismos valores, provocaba, por un lado, el quebrantamiento del principio de concentración, pues suponía la creación de un mercado paralelo al oficial donde podían adquirirse valores. Además, significaba también la imposibilidad de igualdad de trato entre inversores del mismo tipo, en cuanto se ofrecían distintos precios por valores de igual naturaleza; y, finalmente, la imposibilidad de que las autoridades encargadas de ese mercado pudieran controlar la regularidad de las operaciones realizadas fuera de él¹⁷.

En el mismo sentido, Zurita y Sáenz de Navarrete, justificando la regulación afirma que al crear la OPA un mercado paralelo al mercado bursátil, su formulación ha de incidir en buena lógica sobre éste, teniendo en cuenta que el buen funcionamiento del mercado bursátil exige la concentración en ese mercado de las órdenes de compra y venta de los títulos que cotizan en él, por ende, la posibilidad de que se produzca un mecanismo a través del cual se cree un mercado paralelo al bursátil debe estar lógicamente reglamentado¹⁸.

Otro punto que apoya la reglamentación de dichas ofertas es el carácter público de éstas, lo que implica entre otras cosas, que su contenido está previamente establecido por una de las partes, en esta ocasión por el oferente-comprador, y que el inversionista, si quería vender, se veía forzado a aceptar esas condiciones sin la posibilidad de negociar. La diferente situación en la que se encontraban el oferente-comprador y el inversionista-vendedor, trae a colación un comentario interesante que es acerca de la peculiar conmutación de posiciones, en cuanto a la protección que tienen

¹⁶ SÁNCHEZ CALERO, F., “Consideraciones generales sobre las Ofertas Públicas de Adquisición de acciones”. *Boletín de la Cámara Oficial de Comercio e Industria de Álava*, N° 127, 1971, pp. 21-24.

¹⁷ SÁNCHEZ CALERO, F., “Introducción”, en SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, vol. 1, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1993, pp. 11-12.

¹⁸ ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., La adquisición de participaciones significativas y la OPA en el Real Decreto 1.197/1991, en AAVV, *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*, Bilbao: Deusto, 1992, pp. 123 y ss.

tanto el oferente como el vendedor bajo una OPA, ya que, mientras la disciplina ordinaria de la compraventa se preocupa generalmente por la tutela del comprador, por la particular posición que ocupa, pues es la parte que se encuentra generalmente más desinformada. Contrariamente a ello, en la disciplina de la OPA la tutela se orienta con mayor fuerza a la protección del inversionista/vendedor.

No obstante, algunos pudieran discrepar diciendo que no necesariamente el vendedor es el menos informado ya que es dueño de la sociedad objetivo, por lo tanto, él debería conocer la marcha de dicha sociedad, la valoración real de sus activos, entre otros; no siempre será así, más aún cuando hablemos de una sociedad con accionariado difundido, donde los accionistas-vendedores, generalmente, no se encuentran informados de manera cabal de la marcha societaria y ni qué decir de los accionistas rentistas, los cuales en un proceso de OPA ni podrán confiar en lo que su administración les diga, toda vez que no sabrán si lo que dicen es de manera objetiva o más bien, como mecanismo de defensa de sus intereses.

De esta manera, la doctrina identificó que en el contrato que surgía de esa oferta existía una parte “fuerte”, que correspondía al oferente-comprador quién tenía mayor conocimiento del objeto y que imponía las condiciones de venta, y una parte “débil”, el inversionista-vendedor, que acostumbraba a ser un inversor no especializado, y si quería vender, debía adherirse a las condiciones impuestas¹⁹.

Por otro lado, es necesario recordar que siendo la OPA una manifestación unilateral era una oferta revocable, salvo pacto en contrario. Incluso hasta el tercer estadio de nuestra regulación la nuestra también lo fue. Esta característica perjudicaba enormemente el funcionamiento del mercado de valores, ya que el tráfico bursátil exigía que las transacciones que se realizasen en él siguieran los principios tradicionales de seguridad y certeza de modo que, una vez realizadas tales manifestaciones, las partes no pudieran modificarlas y quedaran ambas vinculadas a las posiciones que manifestaban²⁰. Hoy en día, muchas legislaciones como la nuestra,

¹⁹ Así lo apuntaba ya en los años sesenta Sir Alexander Johnston, un personaje bastante ligado a la City británica que participó en la realización de la primera edición del *City Code on Takeovers and Mergers*.

²⁰ En ese sentido, AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIO, J., “Irrevocabilidad de la oferta” en SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, Vol. II,

adoptan el carácter irrevocable de la oferta, con lo que se ha eliminado la incertidumbre que se creaba ante el hecho descrito.

Otro punto que apoya el carácter reglamentario de la OPA, se encuentra en el carácter público de su manifestación la cual se dirigía a una pluralidad de personas. Así, que para que se respetase el principio de igualdad exigido en el mercado de valores era necesario que la oferta llegase a todos los inversores de la misma forma, en el mismo tiempo y con la misma participación, cuestión sumamente difícil. Esta característica descrita creaba consecuencias realmente negativas, en el sentido que además de imposibilitar el cumplimiento del principio de igualdad en el mercado de valores, provocaban una presión a los accionistas a vender sus acciones, lo que les impedía tomar una decisión pausada y racional sobre su inversión. Esto último es apoyado en doctrina cuando dice que sólo con una información muy cuidadosa los destinatarios de las ofertas en cuestión podrán llegar a identificar correctamente los costes y los riesgos de los valores objeto de una operación a la masa de un público no especializado²¹.

Por todas las razones expuestas, consideramos que dicho procedimiento se reglamente, tal y como lo manifestó la doctrina en su momento, al afirmar que las OPAs no debían quedar al margen de la regulación bursátil, sino que las autoridades competentes debían intervenir, ya que “desde la perspectiva del mercado, se exige tomar en consideración dos aspectos fundamentales: de un lado, la igualdad de trato, de suerte que sea una oferta verdaderamente *general*; y del otro, la completa información de modo que sea una oferta verdaderamente *pública*”²².

3.2. Las OPAs obligatorias y las OPAs voluntarias

Otra clasificación, que en nuestro modelo normativo hemos acogido, es la que distingue entre OPAs obligatorias y las OPAs voluntarias y cuyo criterio distintivo

Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1993, p. 476; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op.cit.*, p. 109.

²¹ SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal, “Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española”, en AAVV, *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*, Bilbao: Deusto, 1992, p. 3.

²² SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal., “En torno al concepto, evolución y fuentes del derecho bursátil en el sistema jurídico español”, *Revista de Derecho Mercantil*, 1980, p. 37.

radica en la imposición legal de una persona física o jurídica del deber de formular una OPA o en la libertad por parte de esa persona física o jurídica de formularla²³.

Las ofertas públicas de adquisición obligatorias son aquellas cuya formulación vienen determinadas por la imperatividad de la ley u *ope legis* cuando una persona física o jurídica quiere conseguir una toma de control sobre una sociedad anónima abierta cotizada.

En la búsqueda de la naturaleza de esta clase de OPAs, la doctrina afirma que éstas se aproximan a los llamados contratos dictados o forzosos en cuanto se exige a un sujeto la formulación de una OPA para alcanzar un determinado fin²⁴. De esta manera, podemos afirmar que las OPAs obligatorias suponen, en cualquier caso, una limitación a la autonomía de la voluntad para realizar ciertos actos, ya que imponen una particular técnica o procedimiento de contratación. Por lo tanto, una persona es libre de decidir si quiere alcanzar cierto objetivo o no, pero si libremente decide alcanzarlo sólo podrá llegar a él por medio de un OPA²⁵.

Con la introducción de la figura de la OPA obligatoria para determinados supuestos de hecho el legislador quiere garantizar que todos los accionistas de una sociedad puedan participar en la toma de decisión de esa operación o puedan liquidar su participación en esa sociedad siempre en igualdad de condiciones²⁶.

Por otro lado, Sala I Andrés, ya con respecto a las OPAs voluntarias, señala que dicha clase de OPAs sólo pueden ser definidas en sentido negativo. Así, una OPA será voluntaria cuando su formulación no venga exigida por la ley, sino presentada voluntariamente por una persona que pretende adquirir públicamente acciones de una sociedad.

²³ GARCÍA-PITA y LASTRES, J. L., *op. cit.*; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.* p. 111.

²⁴ SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal., “Compatibilidad de un anuncio de oferta sucesiva con el reglamento de OPAs, estando en curso otra oferta pública”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1992, p. 946. La doctrina civilista moderna define los contratos forzosos como “(...) aquellos casos en los cuales, por obra del dirigismo estatal en materia económica y de la cada vez más absorbente intervención pública en el mundo patrimonial, las partes se ven inmersas en una relación contractual, o, para decirlo más exactamente, en una relación jurídica similar a la que habría creado un contrato, sin su voluntad y aún contra su voluntad” en DIEZ PICASO, Luis. *op. cit.*, pp. 133-134.

²⁵ Al respecto, SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal., *op. cit.*, p. 946.

²⁶ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.* p. 111.

Finalmente, no hay que olvidar que la OPA obligatoria peruana sólo se podrá configurar cuando se dé la adquisición de una cuota mayor de dominio o participación significativa de la sociedad afectada. Mientras que, en algunas legislaciones el panorama cambia, como por ejemplo, en España, donde las OPAs obligatorias, las podemos subdividir atendiendo a su finalidad o causa: en un tipo básico de OPA en caso de adquisición o aumento de una *participación de control*, igual o superior al 30% del capital de la sociedad afectada; y en un tipo cualificado de OPA en caso de modificación de estatutos. Además, podemos encontrar a las OPAs con finalidades específicas, por ejemplo, la OPA en caso de exclusión de negociación en la Bolsa de Valores²⁷.

3.3. Las OPAs obligatorias ordinarias y las OPAs obligatorias residuales

Se conocen con el término ordinarias a las OPAs cuya obligatoriedad proceden de una toma de control y no fundada en otros motivos. En otras palabras, las OPAs obligatorias ordinarias, son aquellas cuya obligación nace de la realización de una toma o aumento de control de una sociedad cotizada por parte de una persona física o jurídica.

Mientras que una OPA obligatoria residual, en cambio, es aquella cuya obligación nace de un hecho distinto al de una toma o aumento de control. En ese sentido, podemos afirmar que el término OPA residual es como un “cajón de sastre” en el que caben todas las ofertas obligatorias cuya causa es distinta a la de las OPAs ordinarias. Por lo que también podría denominarse como OPA con finalidad específica o por causas distintas a las tomas de control.

²⁷ “**Artículo 34. Exclusión de negociación** (LEY 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores)

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá excluir de la negociación a aquellos valores que no alcancen los requisitos de difusión, frecuencia o volumen de contratación que reglamentariamente se establezcan, y a aquellos otros cuyo emisor no cumpla las obligaciones que le incumban, en especial en materia de remisión y publicación de información. Dicha exclusión se acordará por la Comisión Nacional del Mercado de Valores por propia iniciativa o a propuesta de los organismos rectores de los correspondientes mercados secundarios oficiales. Sin perjuicio de las medidas cautelares que puedan adoptarse, tales acuerdos se tomarán siempre previa audiencia de la sociedad emisora. (...)”

En nuestra regulación, esta clasificación cobra importancia más en el terreno teórico que en el terreno práctico, ya que la OPA peruana si bien es cierto, se puede realizar bajo la modalidad de voluntaria²⁸, no se realiza. Mientras que la OPA obligatoria sólo se activa frente a la adquisición o incremento de participación significativa en una sociedad; y, no por otras razones. Situaciones distintas son las que tienen otras regulaciones como la española, que explicamos líneas atrás, donde se reconocen hasta tres supuestos que pueden ser causantes de la obligación de realizar una OPA residual, siendo éstos la exclusión voluntaria de valores de negociación de un mercado secundario, lo que en nuestro ordenamiento, da pie no a una OPA sino a una Oferta Pública de Compra u OPC.; las modificaciones sustantivas estatutarias o estructurales, y la pérdida de la liquidez necesaria de una sociedad negociada en Bolsa.

De lo expuesto anteriormente, nos podemos dar cuenta que la escasa doctrina con respecto al fundamento de la OPA hace que ésta se active en la defensa de derechos distintos, tal y como es el derecho a la separación. No obstante, algo que nos llama la atención, es lo referido por el profesor español Annunziata, cuando dice que alguno podría señalar que exigir una OPA residual cuando la sociedad es cotizada es redundante en cuanto los accionistas pueden disponer de un mercado donde vender las acciones; sin embargo, no debemos olvidar que la obligación de llevar a cabo una OPA, no sólo concede un derecho a vender, sino que ofrece la seguridad de que exista un comprador y que se recibirá un precio determinado por esa venta²⁹

Al igual que en doctrina española, en doctrina italiana el término “residual” también es utilizado para hacer referencia a las OPAs obligatorias cuya causa es distinta a una toma de control. En la doctrina francesa no se ha asimilado ninguno de estos términos, sino que se distingue entre OPA (*offre publique d’achat*) y OPE (*offre publique d’échange*) para las OPAs obligatorias ordinarias y *Offres publiques de retrait* para las OPAs obligatorias residuales o por otras finalidades.

²⁸ “**Artículo 11°.- OPA voluntaria**

Puede emplearse voluntariamente el procedimiento de OPA para la adquisición de acciones con derecho a voto, así como de cualquier otro valor que se encuentre inscrito en el Registro.

La OPA voluntaria tiene carácter irrevocable y queda sujeta a las reglas y procedimientos establecidos en el presente reglamento.”

²⁹ ANNUNZIATA, F., “OPA residual obligatoria, derecho de separación y técnicas de resolución de conflictos en la Sociedad Anónima”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1994, p. 711.

Las OPAs residuales generalmente son formuladas cuando se considera que existen determinados hechos u operaciones realizados por un accionista o por una sociedad que afectan a los accionistas de la misma. Con la imposición de la OPA se pretende dar la posibilidad a los accionistas de decidir sobre este cambio o de vender sus acciones en igualdad de condiciones, lo que supone, en este último caso, la imposición de una correlativa obligación a la persona, que realiza esa conducta, de comprar las acciones a los titulares que lo deseen siempre a un precio determinado y en las mismas condiciones³⁰. Cabe anotar que por la naturaleza misma de la OPA residual, la formulación de la misma está siempre relacionada directamente con una operación determinada por ley.

3.4. Las OPAs hostiles y OPAs amistosas

Desde una primera perspectiva sustancial, es posible distinguir las OPAs hostiles de las OPAs amistosas atendiendo a la existencia o no de un conflicto entre los intereses del oferente-comprador y de la sociedad afectada, de sus administradores o de sus accionistas-vendedores.

En efecto, es posible diferenciar tres tipos de intereses sociales en las modernas sociedades anónimas bursátiles y/o cotizadas. Entre ellos encontramos:

- El interés social que se corresponde generalmente con los proyectos productivos a medio o largo plazo en que está comprometida la sociedad.
- El interés de los gestores sociales o de la administración que puede coincidir con el anterior, pero que tiende a anticipar al mismo el interés por la perpetuación en sus cargos de gestión.
- El interés de los accionistas que adquiere matices radicalmente diversos según se trate de los accionistas de control (que designan a los gestores y/o administradores y cuyas acciones tienen un doble valor, político y de inversión económica) o de los accionistas inversores, absentistas o externos (que, lejos de cualquier pretensión de dominio, valoran sus acciones como una mera inversión desactivada de poder político en la sociedad).

³⁰ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 112.

Pues bien, ante la formulación de una OPA por un oferente externo, las reacciones de estos grupos de sujetos pueden coincidir o divergir claramente. Por regla general, hay una tendencia de los administradores y de los accionistas de control a calificar de hostil toda OPA que pretenda alterar el estado de control social y, en las medidas defensivas que suelen utilizar, hay una tendencia -consciente o inconsciente- a identificar los intereses sociales con sus particulares intereses.

En contraposición a lo anterior, los accionistas inversores están, por regla general, bien dispuestos a aceptar una OPA formulada en unas condiciones de precio atractivas, puesto que; en estos casos, no influye valoración política alguna, sino una simple valoración económica.

De esta manera y siguiendo lo expuesto, serán amistosas aquellas OPAs en las que exista un acuerdo expreso o tácito entre el oferente y la sociedad afectada, representada a tales efectos por sus administradores; mientras que serán hostiles aquellas OPAs en las que se produzca un conflicto entre el interés del oferente por adquirir una participación significativa y los intereses de los gestores por perpetuar su control social³¹.

Las OPAs pueden ser “amistosas” u “hostiles”, según haya acuerdos o no entre la sociedad oferente y los administradores; y la dirección de la sociedad afectada. Algunas sociedades, para evitar una posible OPA hostil establecen en sus estatutos restricciones de voto o de elección de administradores. Para el accionista minoritario es importante observar estas medidas anti-OPA si existieran, pues en determinadas circunstancias pueden lesionar sus intereses³².

4. El fundamento de la adopción del modelo de OPA obligatoria en el Perú

De los dos modelos expuestos en el capítulo anterior no podemos afirmar que el Perú haya elegido de uno o del otro. Ya que si bien, hemos convenido que el modelo británico acoge el modelo de OPA obligatoria, ésta dista bastante del modelo de OPA obligatoria que nosotros tenemos, ello debido a que el *City Code on Takeovers and*

³¹ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *Derecho del Mercado de Valores*, pp. 253-254.

³² CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores), “*Qué debe saber de... Los derechos y responsabilidades del accionista*”, Madrid, 2002.

Mergers es un código de carácter privado y de libre adopción por las empresas participantes en el mercado financiero londinense, por lo que no es una norma; y, el *Panel*, al cual nos referíamos no es un organismo público, por lo que el infractor no puede ser objeto de ninguna sanción jurídica. Nosotros, más bien seguidores de la regulación española tenemos una norma imperativa y un organismo que entre sus funciones cautela el procedimiento mismo de la OPA.

No obstante, se han levantado muchas voces en contra de la adopción de este mecanismo. En ese sentido, parte de la doctrina ha llegado a afirmar que la OPA sólo tiene un fin único y exclusivo, que es el de servir de mecanismo de fiscalización externa; y debido a que por la estructura del mercado de valores de nuestro país no lo puede cumplir, éste no puede ser impuesto, por lo que nos recomienda adoptar el modelo de OPA voluntaria³³.

Nosotros somos de la idea de que ello no es así. Somos de la opinión de que las figuras jurídicas pueden ser creadas en distintas partes del orbe, atendiendo a las necesidades y las situaciones que se viven en un determinado momento. No obstante, el poder crearlas no es privativo para que la figura jurídica crezca, mejore y se adecue a la realidad en donde deseen tomarla y/o aplicarlas. Somos firmes creyentes, que al fin y al cabo, la figura jurídica no tendrá mejor evaluación de su desempeño en la realidad, que con su propia vigencia y utilización o con su olvido.

Traigo a colación esta reflexión ya que considero que se aplica para la figura de la OPA. Si bien no hay que olvidar que la OPA proviene como una respuesta al *problema de agencia* generado por la separación de la gestión y la propiedad de la empresa. Ese problema ya descrito por los profesores Berle y Means en el año de 1932 al cual hacíamos referencia líneas atrás, el cual se traduce en la situación por la cual los accionistas concentran la titularidad de la empresa y los administradores el control efectivo de ésta, debido al crecimiento de la empresa. En otras palabras, con los términos *problema de agencia* lo que se expresa es la situación que en la cual se encuentra una gran sociedad anónima, es decir, una con gran dispersión del

³³ POSTIGO BAZÁN, Ricardo, *El Rol de la OPA en el Gobierno Corporativo*; en MONTROYA ALBERTI, Hernando (ed.), *Tratado de Derecho Mercantil*, Sociedades, t. I. Lima: Gaceta Jurídica, 2004.

accionariado, de propiedad de varios accionistas y controlada de modo casi absoluto por sus administradores. En ese sentido, los accionistas de la empresa delegan la gestión de ésta a personal especialmente contratado para dicho fin, constituyéndose entre ambas una relación de agencia que implica *per se* un conflicto entre los administradores (es decir, el directorio y la plana gerencial de la empresa) y los accionistas. Por lo que, la separación de la gestión y la propiedad subyace en la dispersión del capital social entre una gran cantidad de accionistas, de tal manera que por ninguno de los accionistas, por sí mismo, puede supervisar la dirección de la empresa.

Cuando se acentúa el esquema de especialización de propiedad y control en su grado máximo, se origina un conflicto de intereses toda vez que “(...) *los administradores toman decisiones sobre bienes ajenos, desapareciendo la salvaguardia que proporciona la propiedad*”³⁴. El hecho descrito, conduce a decisiones óptimas desde el punto de vista de los directivos, pero ineficientes en términos del valor de la empresa.

En términos financieros suelen definirse a los “*Costos de Agencia*” como la destrucción de valor que se produce a nivel empresa, a consecuencia de la falta de alineación entre los intereses de los accionistas/propietarios de dicha empresa como tales y los de sus gerentes/agentes en su rol de administradores. Está claro que bajo condiciones normales los accionistas/propietarios siempre intentarán maximizar el valor de su compañía, con el consiguiente incremento de sus riquezas personales. No obstante, para el caso de los gerentes/agentes, este “incentivo” a maximizar el valor de la empresa para la cual trabajan, en algunas ocasiones se presenta un tanto difuso. Esta falta de alineación de intereses, reiteramos, suele darse mayormente en grandes organizaciones, donde el paquete accionario se encuentra atomizado y donde se registra una marcada “distancia” entre el *management* y sus accionistas³⁵. En otras palabras, sociedades muy distintas a las que tenemos en nuestra realidad.

³⁴ ARRUÑADA, Benito, “Crítica a la regulación de OPAs”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 203/204, Madrid, p. 17.

³⁵ JAVIER MARTINEZ, Conrado, *Costos de Agencia: De las Finanzas a la Política*, 2006, pp. 1-3. URL. http://www.palermo.edu/economicas/pdf_economicas/cbrs/cbrs_viejos/UP-CBRS_costos_agencia_politica.pdf

Y en efecto, hoy por hoy, el Perú se caracteriza por tener empresas medianas y pequeñas, además de corporaciones enormes manejadas por grupos familiares, es decir, prima la empresa con accionariado concentrado y no con un accionariado difundido. Muchas de las empresas que tenemos no pasan de 10 accionistas. Y es en el ámbito agrario donde podemos encontrar empresas con accionariado difuso, ello debido a las acciones de inversión que otrora les entregaron a los trabajadores de dichas empresas, pero como bien sabemos no gozan del derecho de voto.

Por otro lado, también se afirma que el mercado de control debe cumplir un deber de supervisión externa de las sociedades. En ese sentido, nos dicen que un mercado de control entra en juego cuando los directivos de una empresa que cotiza en Bolsa no maximizan los recursos captados de los accionistas, debiendo, en este caso, ponerse en marcha un sistema para sustituir a los gestores ineficientes por un equipo nuevo que, aplicando, mejores técnicas de gestión, maximice los resultados³⁶.

No obstante, ante el tema de la supervisión externa todos sabemos que si bien existen mecanismos societarios, mediante los cuales se pueden remover a los directores o gerentes. También, es cierto que el poder hacerlo dependerá de cuán cohesionados se encuentren los accionistas para poder votar a favor de dicha moción, lo cual en algunas sociedades grandes y cotizadas este procedimiento es desconocido y muchas veces existe claramente un desinterés político por parte de los accionistas el hacer efectivo este derecho.

Por lo que esa función económica que se le atribuye al mercado de control societario se sintetiza como, diría García de Enterría, por permitir la realización de operaciones que ordenan y reorganizan las estructuras corporativas y la progresiva adaptación de éstas a formas y tamaños rentables y eficientes³⁷.

³⁶ FERNÁNDEZ-ARMESTO, Juan, “Las OPAs y el mercado de control empresarial: Un balance de diez años de experiencia”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 227, Madrid, p. 37.

³⁷ GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, *Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Madrid: Civitas Ediciones, 1999, pp. 25-26.

En tal sentido, si la gestión de una sociedad cotizada en Bolsa no es eficiente se produciría lo siguiente³⁸:

- a. La cotización de la sociedad debería reflejar la gestión deficiente, por lo que el precio de las acciones caerían en Bolsa (por lo que no reflejaría el valor real de la compañía).
- b. Algún grupo o sociedad tendría incentivos para intentar tomar el control de la sociedad mal gestionada en ese mismo estado, con la finalidad de obtener una ganancia a través de un cambio de gestión y la consiguiente reorientación de la política de administración social.
- c. Con tal propósito, dicho grupo lanzaría una OPA, mediante la cual ofrece directamente a los accionistas la compra de sus acciones, pagándoles una prima por encima de la cotización bursátil previa³⁹.
- d. Si la OPA tiene éxito, el grupo tomaría el control de la sociedad, destituiría a la plana administradora ineficiente, se elegiría a sí mismo como administrador y pasaría a gestionar los activos empresariales con mayor acierto.

Interesante la configuración del proceso que hace Postigo Bazán cuando a través del recuento que pasaría la formulación de una OPA ésta cumpliría con su función de supervisión externa. No obstante, no creemos que esa función sea privativa de la OPA. En efecto, a través de la fusión y la escisión también se puede conseguir los mismos efectos que es el de cambiar la plana gerencial de la empresa. Aunque sabemos que, salvando las distancias son mecanismos distintos, la OPA tiene un carácter eminentemente externo, mientras que la fusión y la escisión, son mecanismos societarios que sólo pueden ser activados y dirigidos por los directivos o administradores, claro está luego de haber sido aprobada en Juntas Generales de Accionistas, por lo que son mecanismos internos de la sociedad.

No obstante lo explicado, consideramos que atribuirle a la OPA sólo esa función no es correcto, ya que nuestro mercado no se caracteriza por tener empresas que gocen de un accionariado difundido, menos aún que tengan los problemas de agencia. Por lo

³⁸ POSTIGO BAZÁN, Ricardo, *El Rol de la OPA en el Gobierno Corporativo*; en MONTROYA ALBERTI, Hernando (ed.), *Tratado de Derecho Mercantil*, Sociedades, t. I. Lima: Gaceta Jurídica, 2004.

³⁹ El diferencial entre el precio ofrecido al accionista y la cotización bursátil de la acción es denominado la prima de control.

tanto, no necesitamos, al menos por ahora, que la OPA cumpla una función de fiscalización externa. En esta parte, la pregunta sería, entonces ¿por qué importar la figura de la OPA a nuestro medio? La respuesta es sencilla.

Soy una convencida de que la OPA no llegó a nuestro país con el fin de resolver problemas de agencia, pues éstos no existían. Es más, una de las situaciones que reafirman que la OPA no realiza esta función fiscalizadora que le atribuyen es a partir de la ocurrencia de adquisiciones hostiles y como bien sabemos, en el mercado peruano, sólo se ha producido una sola vez la OPA hostil, acaecida en el año 2001⁴⁰. Ello, a todas luces, sólo reafirma el convencimiento que tenemos un mercado pequeño y poco líquido.

No obstante, a medida que crezca y que existan más empresas que logren tener un accionariado difundido, no dudamos que la OPA podrá cumplir dicha función de fiscalización externa en aquellas sociedades. Cabe indicar, que este es un proceso bastante largo y en el cual se debe de incentivar a las mismas a convertirse a Sociedades Anónimas Abiertas, haciendo ver que realmente es una opción de inversión mejor que el sistema bancario. Sin embargo, ello es otro tema.

Siguiendo con la explicación, decíamos que nuestra OPA aún no puede cumplir con la función fiscalizadora que sí cumple en mercados foráneos. No obstante, no es la única función con la que cuenta, sino más bien, trae aunada otra función que tiene un cariz distinto y es el dar una igualdad de trato a los accionistas. Cabe indicar que, prefiero utilizar dicha terminología a la empleada por algún sector de la doctrina, que la denomina como un derecho de protección a las minorías. Y prefiero hablar de una igualdad de trato, porque realmente considero que eso es lo que hay detrás de todo, no es que se trate de proteger sólo a los accionistas minoritarios, sino que a todos los accionistas en sí mismos.

Con respecto a la teoría del *corporate asset*, aquella por la cual se creería que el control es un activo social perteneciente a la sociedad y que, por tanto, sólo ella se debe beneficiar del mismo, estamos en desacuerdo. Consideramos que las acciones son

⁴⁰ OPA hostil producida entre Milpo S.A.A. sobre Atacocha S.A.A.

fungibles entre sí y ello claramente se establece en nuestra LGS⁴¹ cuando dice que, si bien pueden existir diversas clases de acciones, todas las acciones de una clase gozarán de los mismos derechos y tendrán a su cargo las mismas obligaciones. A partir de ello, estamos de acuerdo con la afirmación que dice que no importando quién sea su propietario, el accionista tiene derecho a libremente vender sus acciones al precio que desee. Es decir, que si tenemos a dos accionistas, ambos con una cantidad de acciones y uno logra vender cada acción que tiene a 10 soles y el otro a 13 soles. Bajo lo que enunciamos antes, podremos decir que ello es válido, toda vez que es el comprador el que considera que vale tal precio y lo paga. Hasta ahí todo correcto.

El problema aparece cuando teniendo un porcentaje de acciones por el cual se ejerce participación significativa o a lo que denomino propiamente *control sobre la sociedad*, se pretenda cobrar un *plus* o lo que se denomina una prima de control. Es decir, que teniendo la posibilidad de hacer adquirir a otra persona participación significativa o incrementarla se la traslada sin dar la oportunidad a los demás de participar en dicha prima enajenando la parte de las acciones que les corresponde, a pesar de que se sabe que el paquete de control es pasible de ser formado por diversos accionistas y no es algo inherente a su acción, ya que no debemos olvidar que las acciones debieran presentarse como bienes absolutamente fungibles.

Bajo un tratamiento igualitario a todos los accionistas, y no sólo a los minoritarios, todos tendrían el derecho de saber quién está dispuesto a tener el control de la sociedad de la que ellos son accionistas, escuchar su propuesta y decidir, en un tiempo razonable y con la información adecuada, vender o no sus acciones.

Parte de la doctrina coincide en decir que a través de una OPA se ejerce el derecho de separación, derecho contemplado en nuestra LGS. Entre ellos se encuentra el profesor Juan Palao Uceda, quién sostiene que la causa genésica de ambas acciones otorgadas por el ordenamiento (Derecho de Separación y Oferta Pública de Adquisición) tienen un fondo común aunque la diversidad de estructuras y fisonomía

⁴¹ “Artículo 88° de la LGS.- Clases de acciones

Pueden existir diversas clases de acciones. La diferencia puede consistir en los derechos que corresponden a sus titulares, en las obligaciones a su cargo o en ambas cosas a la vez. Todas las acciones de una clase gozarán de los mismos derechos y tendrán a su cargo las mismas obligaciones.

La creación de clases de acciones puede darse en el pacto social o por acuerdo de la junta general (...)”

entre las sociedades cotizadas y limitadas (cerradas) han originado dos acciones aparentemente distintas.

Discrepo respetuosamente con el Dr. Palao Uceda, toda vez que considero que el Derecho de Separación y la OPA son derechos totalmente distintos (y mucho más bajo nuestra legislación), e incluso la recepción que hace un ordenamiento de la OPA no implica que el derecho de separación se refuerce o se trastoque, considero que lo deja incólume de poder ejercerse ante los supuestos que señala la LGS.

El derecho de separación es un derecho frente a supuestos específicos tales como el cambio del objeto social, el traslado del domicilio al extranjero, la creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o de la modificación de las existentes o en las demás que establezca la LGS. Sin embargo, el poder ejercer este derecho sólo lo podrán hacer aquellos accionistas que en la Junta hiciesen constar su oposición, los ausentes, los que hubiesen sido ilegítimamente privados de emitir su voto y los titulares de acciones sin derecho a voto. Como podemos notar el derecho se ejerce bajo otros supuestos y el resultado también dista de lo que logra una OPA.

Por lo tanto, bajo un ejemplo bastante sencillo y atendiendo a nuestra realidad, imaginemos que soy un accionista con un 10% de acciones de una sociedad (la cual está integrada por 4 accionistas más, uno que posee el 30% de las acciones y los otros 3 que poseen el 20%), que sé que existe un tercero que desea adquirir (o incrementar) su control sobre la sociedad, pero también sé que si lo hace, el giro de los negocios de la sociedad cambiaría, ya que sé que este *potencial controlador* aplicaría una política más conservadora de la que se viene aplicando en la sociedad. Incluso para hacer la situación más fácil, supongamos que sé que entra a la sociedad dispuesto a cambiar el objeto social. Hasta aquí, alguien que está en desacuerdo con la OPA, podría decir que no se trata de una sociedad con accionariado difundido y que no cumple con su función fiscalizadora. Y en efecto, no hablamos de una sociedad con accionariado difundido, ni tampoco el tercero que entra tiene intención de cuestionar el órgano de administración, que al parecer va bien. Simplemente desea adquirir el control de dicha sociedad.

Siguiendo el ejemplo, y bajo la perspectiva del accionista ¿realmente este accionista poseedor del 30% de las acciones de la sociedad en la que yo también

participo, puede vender libremente las acciones al precio que desee? La respuesta es afirmativa, sin lugar a dudas. Este accionista poseedor del 30% de las acciones es tan libre de poder hacerlo como yo. Sin embargo, surge otra interrogante ¿puede vender sus acciones en conjunto de una manera tal que esté vendiendo control, es decir, recibir un precio superior (que obviamente lo tendrá) por sus acciones que son tan igual que las mías o las de los otros accionistas poseedores del 20% cada uno del capital social? La interrogante que me surge es, ¿qué pasa si logro contactarme con uno de los accionistas poseedores del 20% de las acciones de la sociedad, el cual se encuentra dispuesto a vender junto a mí a aquella persona?, logrando de esta manera recibir ese diferencial de precio al que denominan prima de control y, además, salir de la sociedad que de por sí no estaría de acuerdo en las políticas que sé que en un futuro aplicarían.

Lo que trato de decir es que el accionista poseedor del 30% de las acciones no sólo está vendiendo una acción común y corriente, sino que está vendiendo control, que pertenece a todos los accionistas (y los cuales puedan agruparla, ya que las acciones son fungibles) y todos debieran tener la oportunidad de poder vender. Si no existiese OPA, a sabiendas que cambiará el giro del negocio, ¿tendría que quedarme y esperar a que se activen los requisitos para ejercer mi derecho de separación o vender mis acciones a un precio muy inferior al que vendió aquel accionista que hoy me pone en apuros y que su decisión influirá en sobremedida sobre la sociedad y sobre los accionistas que nos quedamos? Eso no es posible de aceptar atendiendo a los principios de justicia e igualdad entre accionistas.

Si no existiese OPA, nuestro accionista quedaría totalmente desprotegido ya que sabe que el esperar ejercer su derecho de separación, una vez -claro está- que se convoque a JGA y se cumplan los requisitos exigidos en la LGS, no tendrá la posibilidad, ni siquiera de percibir el sobreprecio que sí le pagaron al accionista poseedor del 30%, toda vez que el mecanismo de pago que contempla el artículo 200° de la LGS es, en mi opinión, ineficiente.

Con respecto al Derecho de Separación, permítaseme hacer un breve paréntesis para indicar porque este derecho no funciona igual que la realización de una OPA. En tal sentido, la primera forma que contempla el artículo 200° de la LGS es que las acciones de quienes hagan uso del derecho de separación se reembolsan al valor que

acuerden el accionista y la sociedad. En caso que no haya acuerdo, las acciones que tengan cotización en Bolsa se reembolsarán al valor de su cotización media ponderada del último semestre.

Procurando, establecer el significado exacto de cotización media ponderada, Elías Laroza, hace bien cuando explicita que a primera impresión podría pensarse que nos estamos refiriendo a la suma de las cotizaciones medias diarias de todos los días hábiles de la Bolsa en los últimos seis meses, dividida entre el número total de esos días. No obstante, dicha fórmula tiene el grave defecto de darle el mismo peso o valor a un día en que se negocian 10,000 acciones de una sociedad que a otro en el que lo hacen 10 acciones de la misma. Por lo tanto, la cotización media ponderada, será el resultado de multiplicar los valores de negociación de cada acción en cada día de la bolsa del último semestre por el número de acciones de cada negociación, sumar las cantidades obtenidas y dividir esa suma por la suma de todas las acciones negociadas. De esta manera, el valor promedio ponderado es inobjetable, ya que cada transacción bursátil tiene no solamente el peso de su precio, sino el peso del mayor o menor número de acciones de cada operación⁴².

El artículo 200° de la LGS, prosigue diciendo, que si no tuvieran cotización, el reembolso se haría al valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación, al cual define como el que resulte de dividir el patrimonio neto entre el número total de acciones. Como podemos observar, se trata de una valorización sencilla, que consiste en dividir el capital, las reservas, las utilidades acumuladas, las primas suplementarias, los excedentes de revaluación y, en general, todas las cuentas del patrimonio neto de la sociedad entre el número total de acciones, tanto las con derecho a voto como las que no lo tienen. Elías Laroza, hace la precisión que en tanto las acciones de inversión o acciones de trabajo tienen derecho al patrimonio neto de la sociedad, éstas también participaran del cómputo que se hiciese. Por lo tanto, como se observa se trata de una valorización sobre valores contables y tangibles, sin revaloraciones ni cómputo de valores intangibles.

⁴² ELÍAS LAROZA, Elías, *op.cit.*, pp. 412-413

Hasta aquí parece razonable el manejo que se hace del procedimiento mismo del reembolso, sin embargo existe el sexto párrafo dentro del artículo 200° que no tiene una razón de ser y que vuelve al procedimiento de reembolso, en mi opinión, un procedimiento ineficiente. Este sexto párrafo indica que el valor fijado acordado no podrá ser superior al que resulte de aplicar la valuación que corresponde según lo indicado bajo cualquiera de los dos métodos de valorización anteriormente expuestos. Sobre este punto, Elías Laroza, considera que la LGS es acertada, ya que evitará que por la vía del acuerdo se llegue a una sobrevaluación de que las acciones que redunde en perjuicio para la sociedad. Y nos dice que ante el hecho de que el valor de las acciones sea superior al de la valorización que impone la LGS, no será difícil para el accionista su venta a terceros, sin necesidad de ejercitar el derecho de receso. No obstante, nuestra opinión dista respetuosamente de lo expresado por Elías Laroza, toda vez que se le debería garantizar un trato adecuado al inversionista que deja la sociedad ya que no concuerda con un cambio sustancial que operará en ella y a fin de que ésta pueda continuar con sus planes, el accionista da -mediante el derecho de receso- un paso al costado.

Regresando al tema de la OPA, tiene razón nuestro accionista cuando considera que una OPA le reportará muchos más beneficios que el ejercer un derecho de separación, el cual incluso impone un límite legal y en el que no existiría la posibilidad de que llegue a equipararse con el precio cobrado por las acciones que traspasó control, es decir, de equiparar un precio al de la prima de control. Y ni qué decir de las condiciones de pago, mientras en la OPA sabemos que la oferta una vez aceptada, se liquidará siguiendo el régimen aplicable a las operaciones en rueda; en el ejercicio del derecho de separación la norma indica que el pago al que se llegue deberá realizarse en un plazo de dos meses, contados a partir de la fecha del ejercicio del derecho. No se necesitan mayores comentarios.

Finalmente, son bastante risibles los argumentos que parte de la doctrina hace con respecto a señalar que el mayoritario vende el control que su acciones tienen porque en algún momento él también las adquirió con un sobreprecio, es decir, el pagó la prima de control, por lo que también a él le corresponde cobrarla. Ante este argumento sólo se puede decir que el comprar control en una sociedad, para todos es lógico que origina un sobreprecio o prima de control, dependerá de la legislación si

existe una obligación de compartirla o no. El pagar o no la prima de control no varía, se sigue haciendo, lo que sí varía es el destinatario de esa prima de control. Por lo tanto, ese accionista que adquirió -debido a las normas que en ese momento existían- pagó a un accionista. Sin embargo, las normas cambian y hace que en este momento esa prima se reparta. Cuestión de evolución legislativa e igualdad de accionistas.

5. Antecedentes Legislativos de la regulación de la OPA en el Perú

Una vez postulado el fundamento que consideramos, tiene la OPA obligatoria procederemos a hacer un estudio del tratamiento normativo que ha tenido dicha figura en el Perú, procurando ver si en cada una de ellas, en efecto se condice con la tesis del fundamento señalada. Posteriormente, analizaremos la regulación que se hace de la figura de la OPA obligatoria en la LMV y sobre todo en el Reglamento de OPA vigente, el cual se ocupa *in extenso* de ella.

Cabe reiterar, que el estudio que se hace en las próximas líneas se hace atendiendo al fundamento que consideramos sostiene la adopción del modelo de OPA obligatoria, es decir, concibiendo a la OPA como un procedimiento que tutela el derecho de los accionistas (e inversionistas, en su caso) y bajo una visión crítica que permita dar los alcances con respecto a las modificaciones que consideramos convenientes.

5.1. Primer estadio regulatorio de la OPA: El D.S. 576-84-EFC y la Resolución CONASEV N° 208-85-EF/94.10

Podemos afirmar que el D.S. 576-84-EFC y la Resolución CONASEV N° 208-85-EF/94.10 constituyen el primer estadio regulatorio de los cuatro por los que ha atravesado la OPA, ya que ésta encuentra en el D.S. 576-84-EFC, la más antigua referencia que tenemos respecto a su regulación. Este dispositivo publicado el 20 de enero de 1985 normaba a la oferta pública de valores mobiliarios y su ámbito de aplicación. Su artículo 11° establecía que la obligación de efectuar una OPA se generaba cuando se pretendía adquirir una cantidad de acciones con el objeto de alcanzar capacidad decisoria en una sociedad que cotizaba sus valores mobiliarios en bolsa.

De un primer análisis de este dispositivo, se destaca el término “*capacidad decisoria*”, el mismo que no se definía; además, de la ambigua referencia con relación al ámbito de aplicación de la norma, pues se incluía dentro del supuesto de hecho a las sociedades que cotizaban sus *valores mobiliarios* en bolsa, sin hacer la necesaria distinción entre acciones u obligaciones.

Con respecto a la primera omisión, la referente al concepto de “capacidad decisoria”, podríamos pensar que se debió a que los legisladores desearon que sea desarrollada en extenso en el Reglamento respectivo, sin embargo, ello no fue así. Con respecto a la segunda observación, ésta sí inducía a error en la expresión “*sociedades que cotizaban sus valores mobiliarios en bolsa*” haciendo creer que ante el supuesto por el cual se pretendiera adquirir el control accionario de una sociedad cuyas acciones no estuvieran inscritas en bolsa, pero que sí había emitido obligaciones, debían de efectuar una OPA. Lo cual no era el objetivo.

En el artículo 14° de D.S. 576-84-EFC, se encargó a CONASEV, ahora SMV, a que procediese a dictar las normas reglamentarias relativas a la preparación, publicación e información a los que debían sujetarse las personas naturales o jurídicas que pretendieran tomar o adquirir capacidad decisoria sobre una sociedad, efectuando para tal fin, una OPA. De esta manera, y en virtud de este artículo, CONASEV, ahora SMV, expidió la Resolución CONASEV N° 208-85-EF/94.10, publicada el 6 de agosto de 1985, mediante la cual se incorporaba un párrafo adicional al artículo 14° del Reglamento de Rueda de Bolsa, regulado mediante la Resolución CONASEV N° 130-83-EFC/94.10, en aquel momento vigente.

Como es obvio suponer, esta norma no contenía un régimen propiamente aplicable a las OPAs, sino tal y como lo enuncia su título era un reglamento, cuyo fin específico se centraba en normar las operaciones que se desarrollaban en rueda de bolsa. En efecto, y atendiendo a la naturaleza que tenía este reglamento, lo que hizo el párrafo que se adicionó al artículo 14° del Reglamento de Rueda de Bolsa, fue establecer que las propuestas de compra o venta de acciones representativas del capital de una empresa que superasen el 10% del capital suscrito y pagado, debían permanecer expuestas por dos días de Rueda antes de la realización de la operación. De acuerdo a los considerandos que recogía la norma, con esta medida lo que se trataba era de

establecer un plazo prudencial para que el mercado, ante el anuncio, contara con tiempo, información y asesoramiento oportunos a fin de que los potenciales inversionistas orientaran y liquidaran de manera acertada su inversión.

Como podemos observar, con esta Resolución, si bien es cierto, no se hizo un desarrollo para esta novel figura, ni tampoco se desarrolló el concepto de *capacidad decisoria* de la cual se hablaba, sí se aclaró el concepto que llevaba a confusión, ya que cuando ésta hablaba de *“las propuestas de compra o venta de acciones representativas del capital de una empresa que superasen el 10 por ciento del capital suscrito y pagado, debían permanecer expuestas por dos días de Rueda antes de la realización de la operación”* ya no existían dudas que la OPA se aplicaban cuando se tratase de acciones y no de obligaciones. Por lo tanto, el amplio espectro de *valores mobiliarios* ya se restringía sólo a las acciones y no a las obligaciones o *debentures*.

Posteriormente, la Resolución CONASEV N° 015-91-EF/94.10, publicada el 13 de febrero de 1991, modificó la Resolución CONASEV N° 208-85-EF/94.10, en el sentido de reducir el porcentaje de diez a cinco por ciento las propuestas de compra o venta de acciones representativas del capital de una empresa, por lo que la obligatoriedad de mantener durante dos días de rueda de bolsa la propuesta derivaba de que ésta tuviera por objeto comprar o vender por encima de dicho porcentaje.

5.2. Segundo estadio regulatorio de la OPA: El D.Leg. 755 y la Resolución CONASEV N° 280-94-EF/94.10.0

En 1991, a través de su única Disposición Final del Decreto Legislativo N° 755, antigua Ley de Mercado de Valores (en adelante, ALMV), se derogó expresamente el D.S. 576-84-EFC; regulando a la OPA en el Título II, el cual hacía referencia a la Transparencia del Mercado. En el artículo 31° de la ALMV, se establecía que debía de formularse una OPA ante el supuesto que una persona natural o jurídica pretendiera adquirir, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una cantidad de acciones de una sociedad que negociaba sus valores mobiliarios en bolsa, con el objeto de alcanzar en ella capacidad decisoria⁴³.

⁴³ “**Artículo 31° de la ALMV.-** La persona natural o jurídica que pretenda adquirir, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una cantidad de acciones de una sociedad que

En este nuevo dispositivo nuevamente se siguió la misma técnica legislativa de no desarrollar el concepto de capacidad decisoria; sino, más bien reservarlo -en esta ocasión sí- al Reglamento, lo que parte de la doctrina más bien lo ha denominado como una deficiencia⁴⁴. Si bien considero que a fin de hacer más comprensivo el artículo, lo mejor hubiese incorporar dicha definición, también debemos detenernos a pensar que una Ley tiene como objetivo hacer un desarrollo a grandes rasgos de los temas más importantes. Desarrollo de temas para los que su aplicación requerirá un mayor detenimiento lo cumplen los reglamentos, por lo que dejar ese punto para este dispositivo nos parece más que una deficiencia, una técnica legislativa.

Sin embargo, lo que a nuestro punto de vista, sí es discutible es el hecho de que hayan seguido haciendo mención al término *valores mobiliarios* en la expresión “(...) una cantidad de acciones de una sociedad que negocie sus valores mobiliarios en bolsa (...)”, nuevamente originando la indefinición que trae consigo el término valores mobiliarios y lo que es peor, reincidiendo en la indefinición cometida en el antiguo D.S. 576-84-EFC⁴⁵ y el que se explicó en el punto anterior. No obstante, que dicha imprecisión pudo ser salvada por la Resolución CONASEV N° 208-85-EF/94.10, la cual incorporó el párrafo adicional al artículo 14° del Reglamento de Rueda de Bolsa (regulado mediante la Resolución CONASEV N° 130-83-EFC/94.10) la cual se comentó líneas atrás, siempre y cuando, siguiera vigente. No obstante, seguimos considerando que no es lo mejor caer en imprecisiones que puedan dar pie a tergiversar el concepto original.

Posteriormente, al amparo del D.Leg. N° 755, se expidió el Reglamento de OPA, aprobado por la Resolución CONASEV N° 280-94-EF/94.10.0, publicada el 19 de junio de 1994.

negocie sus valores mobiliarios en bolsa, con el objeto de alcanzar en ella capacidad decisoria, debe efectuar una oferta pública de adquisición.”

⁴⁴ En ese sentido, *vid.* SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo, “La Oferta Pública de Adquisición (OPA)”. En: *Estudios sobre el Mercado de Valores*, Lima: Cultural Cuzco S.A. Editores, 2000, p. 21. Otros más bien han denominado a esta imprecisión como un *error de redacción*; en ese sentido *vid.* TOLA NOSIGLIA, José, *El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú*, Editorial Mass Comunicación S.R.L., 1994, p. 278.; aunque nosotros la denominaríamos un *reiterado error de redacción*. Sin embargo, TOLA NOSIGLIA, hablaría de *deficiencia* cuando repara que en vía reglamentaria (a través de la Resolución N° 280-94-EF/94.10.0, que aprobó el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición de Acciones) tampoco se subsanó dicha imprecisión.

⁴⁵ En el mismo sentido, *vid.* SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo, *op. cit.*, p. 21.

Para Serra Puente-Arno, este Reglamento puede ser considerado como el primer reglamento en la materia y la primera norma que la trata de manera orgánica⁴⁶. Y en efecto, somos de la misma opinión ya que en éste se describió el procedimiento especial aplicable al desarrollo de la OPA, el mismo que se iniciaba con la comunicación del oferente a CONASEV, ahora SMV, la Bolsa y a la emisora de su determinación de realizar una OPA; y finalizaba con la adjudicación. Además, reglamentó el aviso de oferta, el prospecto informativo, la contraoferta (que posteriormente se denominaría la oferta competidora), el procedimiento de adjudicación, etc. Asimismo, como lo dijéramos antes, también se definió el concepto de *capacidad decisoria*, afirmando que ésta se refería a la capacidad que disponía una persona cuando su propiedad accionaria era igual o superior al 25% del capital social de la sociedad emisora. Sin embargo, en este Reglamento, al igual que en sus predecesores, se dejó pasar la oportunidad de perfeccionar la norma cuando se refiere al término impreciso de *“sociedad que negocie sus valores mobiliarios”*.

Consideramos interesante destacar, lo anotado por Serra Puente-Arno, cuando refiere que hasta ese momento el régimen legal aplicable a la OPA no tiene otro fundamento que el destinado a desarrollar condiciones que garanticen la transparencia de los mercados, así como la correcta formación de precios a través de la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos, tal y como se expresa en uno de sus considerandos de la Resolución CONASEV N° 280-94-EF/94.10.0 bajo comentario. Esto también va acorde con el hecho de que la OPA fuese regulada en el Decreto Legislativo N° 755, ALMV, al interior del Título II, dedicado a la Transparencia del Mercado. Esta precisión nos servirá, posteriormente para poder hacer la comparación respectiva de los motivos que se consideran en nuestra regulación actual.

5.3. Tercer estadio regulatorio de la OPA: El Decreto Legislativo N° 861 y la Resolución CONASEV N° 630-97-EF/94.10.0

En el tercer estadio regulatorio de la OPA, tenemos al D. Leg. N° 861, Ley del Mercado de Valores (LMV) y la Resolución CONASEV N° 630-97-EF/94.10, publicada el 24 de octubre de 1997, la cual aprueba el Reglamento de Oferta Pública de

⁴⁶ SERRA PUENTE-ARNO, Gerardo, *op. cit.*, p. 21.

Adquisición y Oferta Pública de Compra por Exclusión de Valores Mobiliarios, modificada por la Resolución CONASEV N° 076-99-EF-94.10, publicada el 12 de agosto de 1999.

El D. Leg. N° 861, entró a regir el 6 de diciembre de 1997 en reemplazo del D. Leg. N° 755; mientras que el Reglamento de OPA, aprobado por la Resolución CONASEV N° 630-97-EF/94.10 sustituyó al anterior; es decir, al Reglamento aprobado mediante Resolución CONASEV N° 280-94-EF/94.10.0, en concordancia con el artículo 6° que derogó de manera expresa esta última norma.

La primera diferencia que se hace con respecto a su anterior regulación, se trata de un aspecto formal que conlleva una razón de fondo y es que el tratamiento de la OPA bajo esta regulación se encuentra en el sub-capítulo II, del capítulo III dedicado a la Oferta Pública Secundaria, al interior del Título III, titulado Ofertas Públicas de Valores. A diferencia de la Anterior Ley de Mercado de Valores (ALMV) que la regulaba al interior del título referido a la Transparencia del Mercado.

Por otra parte, el Reglamento de OPA, aprobado por la Resolución CONASEV N° 630-97-EF/94.10.0, constaba de 47 artículos, 4 títulos, una disposición final y una transitoria. Cabe indicar que esta norma no sólo regulaba la figura de la OPA, sino también establece el régimen aplicable a la OPC, que desde nuestro punto de vista, no es lo más adecuado, puesto que juntar dos procedimientos que subyacen en causas distintas como apreciaremos más adelante, puede llevar a confusión.

Por otro lado, la Resolución CONASEV N° 630-1997-EF/94.10, señalaba en sus artículos 4°, 5° y 6° en concordancia con los artículos 68° y siguientes de la Ley de Mercado de Valores que era obligatorio formular una OPA cuando se pretendiera adquirir o alcanzar el 25% o más del capital social de una sociedad listada en bolsa, a través de un solo acto o mediante una adquisición sucesiva que permita alcanzar o incrementar dicho porcentaje, en un período de doce meses. Posteriormente, este Reglamento sería modificado por la Resolución CONASEV 088-2000-EF/94.10, Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores.

5.3.1. Capacidad decisoria por participación significativa

Un cambio importante en esta norma se refiere al reemplazo del término *capacidad decisoria* por *participación significativa*. En opinión de Serra Puente-Arnan, el D.Leg. N° 861 elabora este nuevo concepto con el fin de abstraer las particulares circunstancias de cada sociedad y responder, en abstracto, cuándo se produce una toma de control. Por lo tanto, la obligatoriedad en la formulación de la OPA ya no se originará como consecuencia de pretender alcanzar la llamada capacidad decisoria; sino de pretender alcanzar o incrementar una participación significativa.

La interrogante en esta parte sería, ¿con el cambio de término, existe un cambio real en lo que se entendía por *capacidad decisoria*? Para poder hacer la diferencia respectiva, a continuación tenemos el Cuadro N° 3 en el que comparamos los conceptos del término *capacidad decisoria* y *participación significativa*:

Diferencias entre los términos capacidad decisoria y participación significativa, enunciadas en los Reglamentos de OPAs (aprobadas por Resoluciones CONASEV N° 280-94-EF/94.10.0 y N° 630-97-EF/94.10)	
Inciso a) del artículo 2° del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición (Resolución CONASEV N° 280-94-EF/94.10.0)	Artículo 5° del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y Oferta Pública de Compra por Exclusión de Valores Mobiliarios (Resolución CONASEV N° 630-97-EF/94.10)
Capacidad decisoria: Es la capacidad que dispone una persona cuando su propiedad accionaria es igual o superior al 25 por ciento del capital social de la sociedad emisora.	Se considera participación significativa para efectos del presente Reglamento toda tenencia directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al 25 por ciento del capital social de una sociedad cuyas acciones representativas del capital social con derecho a voto se encuentren inscritas en una bolsa de valores.

Cuadro N° 3: Diferencias entre los términos capacidad decisoria y participación significativa, enunciadas en los Reglamentos de OPAs (aprobadas por Resolución CONASEV N° 280-94-EF/94.10.0 y N° 630-97-EF/94.10)

Del análisis del Cuadro N° 3, podemos darnos que no existe un cambio de fondo y/o sustancial entre los términos *capacidad decisoria* y *participación significativa*. Es más, lo que podemos afirmar es que en esta reformulación del término se refleja claramente la influencia del derecho español de OPAs; el cual se tomó como fuente y paradigma del nuestro. De ahí que exista una importante similitud entre los textos legislativos peruanos y españoles sobre la materia y el tratamiento que ellos hacen de los diversos temas que involucra a la OPA.

En tal sentido, podíamos percatarnos de la gran similitud existente entre la descripción del supuesto de OPA obligatoria referido a la adquisición de una participación significativa, común al Derecho español, con nuestras normas antes descritas cuando contrastamos éstas con el artículo 63º de la Ley Nº 24/1988, de fecha 28 de julio, Ley de Mercado de Valores española, el cual establecía que:

“quién pretende adquirir, en un solo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en una Bolsa de Valores u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y de esta forma llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad, no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos sus titulares”.

En este mismo sentido, cabe indicar el numeral 1º del artículo 1º del Real Decreto Nº 1197/1991 (Reglamento de OPA español), el cual recogía el siguiente texto: *“Toda persona física o jurídica (en lo sucesivo “oferente”) que pretenda adquirir a título oneroso, en un solo acto o en actos sucesivos, acciones de una sociedad (en lo sucesivo “sociedad afectada”) cuyo capital esté en todo o en parte admitido a negociación en Bolsa de Valores, u otros valores tales como derechos de suscripción, obligaciones convertibles, “warrants” o cualesquiera instrumentos similares que puedan dar derecho directa o indirectamente a la suscripción o adquisición de aquéllas, para de esta forma llegar a alcanzar, junto con al que ya se posea, en su caso, una participación significativa en el capital con derecho de voto de la sociedad emisora de dichos valores, títulos o instrumentos no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición en los términos previstos en el presente Real Decreto”.*

Sin embargo, cabe señalar que lo que diferencia a la regulación española con la nuestra, es que el concepto de OPA no se restringía a un solo supuesto (que es el alcanzar participación significativa), sino que se extendía a dos casos adicionales de OPA obligatoria; el primero, referido a la modificación de estatutos de la sociedad afectada bajo determinadas premisas (señalado en el artículo 60.4 de la Ley de Mercado española⁴⁷); y, el segundo, como un requisito necesario a fin de proceder a la

⁴⁷ “**Artículo 5º del Real Decreto Nº 1197/1991:** Toda persona física o jurídica que, siendo titular de acciones que represente más del 50 por ciento de los votos de una sociedad admitida a negociación en Bolsa de Valores, pretenda, por primera vez desde que hubiese adquirido o recuperado tal porcentaje de

exclusión en bolsa de valores de la sociedad afectada (artículo 34 de la Ley de Mercado española⁴⁸).

Hasta aquí, podíamos darnos cuenta que, incluso, desde un punto de vista formal, nuestra regulación guardaba semejanza con la normativa española de OPA, existiendo en España también una ley principal, la mencionada Ley N° 24/1988, de fecha 28 de julio de 1988, Ley del Mercado de Valores, la cual fijaba los lineamientos del régimen de la OPA; y, un Reglamento sobre la materia, también anteriormente mencionado, el Real Decreto N° 1197/1991, de fecha 26 de julio de 1991, sobre Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, modificado por el Real Decreto N° 1676/1999, de 29 de octubre.

No obstante lo indicado, debemos señalar que, hoy en día, en España ya no se habla del término “*participación significativa*”, sino de *participación de control*, ello de acuerdo al artículo 4^o⁴⁹ de Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, norma que derogó al Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores y modificaciones.

5.4. Cuarto estadio regulatorio de la OPA: El TUO del Decreto Supremo N° 093-2002-EF y la Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10

Siguiendo el mismo modo de regulación, hoy en día contamos con una norma general y su Reglamento. En tal sentido, tenemos al D.Leg. N° 861, Ley de Mercado de

derechos de voto, modificar los estatutos de dicha sociedad, deberá formular una oferta pública de adquisición dirigida al resto de las acciones con voto de dicha sociedad.”

⁴⁸ “**Artículo 7° del Real Decreto N° 1197/1991:** Cuando una sociedad que tenga valores admitidos a negociación en Bolsa acuerde su exclusión de la misma, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, si, examinados los eventuales procedimientos que la sociedad hubiera establecido para proteger los intereses de los titulares de los valores, considerara que la exclusión puede lesionar los legítimos intereses de dichos titulares, podrá condicionarla a que por la sociedad se promueva una oferta pública de adquisición en los términos previstos en este artículo, para proceder a su amortización, salvo que por concurrir los requisitos contemplados en el artículo 75 de la Ley de Sociedades Anónimas, esta amortización no sea necesaria.”

⁴⁹ “**Artículo 4.- Participación de control**

1. A los efectos del presente real decreto se entenderá que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, una participación de control de una sociedad cuando se dé uno de los siguientes supuestos:

- a) Cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100; o bien,
- b) cuando haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, en los términos del artículo 6, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad. (...)”

Valores, la cual fue modificada mediante Leyes N° 26827, 27323, 27827 y 27649. En esta última modificación, mediante la Décimo Quinta Disposición Transitoria y Final se estableció que dentro de los 60 (sesenta) días de entrada en vigencia la misma, mediante decreto supremo, se promulgaría el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores; la cual, en efecto, se llevó a cabo.

Por lo tanto, en la actualidad, además de contar con nuestra Ley de Mercado de Valores, D. Leg. N° 861, contamos con su TUO de la Ley de Mercado de Valores, aprobada mediante D.S. N° 093-2002-EF. En el ámbito reglamentario se emitió la Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10, la cual posteriormente, sería modificada por la Resolución CONASEV N° 020-2006-EF/94.1. Estas normas son sobre las que, actualmente, nos desenvolvemos y las cuales en el punto de analizar el supuesto de hecho que configura una OPA se desarrollarán en detalle.

CAPÍTULO VII

EL SUPUESTO DE HECHO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN OBLIGATORIA EN EL PERÚ

1. Introducción

Una vez expuesto el fundamento sobre el que consideramos se basa la OPA, pasaremos al desarrollo mismo de la figura, estudiando los elementos que configuran el supuesto de hecho, siendo éstos los elementos subjetivos, tanto activo como pasivo y el elemento finalista, considerando su fase material y teleológica. Posteriormente, haremos un análisis del procedimiento dividido en ocho etapas en las que se produce una OPA en el Perú. Finalmente, haremos el análisis práctico de la tesis, haciendo un estudio de las OPAs en el periodo que comprende de enero de 2006 a diciembre de 2010, incidiendo en el número, el estado en el que terminaron y los montos negociados de las OPAs efectuadas.

2. El Supuesto de Hecho que configura la OPA Obligatoria Peruana

2.1. El Elemento Subjetivo: El Sujeto Activo, Ofertante o Adquirente (Comprador)

En el presente estudio hemos considerado oportuno denominar como sujeto activo a la persona o conjunto de personas que harán que el mecanismo de OPA se active. En el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión (en adelante, REGLAMENTO DE OPAs), aprobada mediante Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10, también se hace referencia a este sujeto con la denominación de adquirente, a quién se le define como la persona o grupo de personas que han adquirido *participación significativa*.

Demás está decir que lo hemos considerado un sujeto activo, debido a que éste realiza una conducta activa, que es la de, adquirir participación significativa para poner en marcha toda la maquinaria regulatoria y fáctica a fin de que se configure una OPA. Las causas que pueden motivar dicho actuar pueden ser las más variadas, entre las que destacan el hecho de ver a la sociedad objetivo que no se maneja de manera adecuada y ver en ella un gran potencial; o simplemente ver en la sociedad objetivo a una gran sociedad de la cual se desea tener su control.

Como nos dice el REGLAMENTO DE OPAs, el adquirente, puede ser una persona, natural o jurídica; o un conjunto de personas, naturales o jurídicas las cuales adquieren participación significativa. No obstante, el REGLAMENTO DE OPAs hace referencia que

cuando se trate de un grupo de personas, la obligación de efectuar la OPA se vuelve solidaria entre todas ellas¹.

2.1.1. Oportunidad de la realización de una OPA

El REGLAMENTO DE OPAs es taxativo cuando señala la obligación de efectuar una OPA siempre que se cumplan las siguientes situaciones:

- Se trate de una transferencia a título oneroso;
- La sociedad objetivo tenga al menos una clase de valores con derecho a voto o susceptibles de otorgar derecho a voto, inscritas en el Registro;
- Acarree que el adquirente alcance o supere una participación de 25%, 50% ó 60% en el capital social de la sociedad objetivo o que adquiera una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una proporción tal que en cualquiera de dichos supuestos le permita: i) remover o designar a la mayoría de los directores, o ii) modificar los estatutos de la sociedad y,
- No se encuentre incluida en ninguna de los supuestos del artículo 10º del REGLAMENTO DE OPAs.

2.2. El Elemento Subjetivo: El Sujeto Pasivo, Sociedad Objetivo o Accionistas y/o Inversionistas (Vendedor)

Consideramos que dentro de un proceso de OPA, si bien el rol protagónico se lo llevan las personas naturales o jurídicas que lanzan la OPA, ofertantes o adquirentes, de acuerdo a nuestro REGLAMENTO DE OPAs, luego de haber circunscrito su actuación al elemento material, que luego será analizado, creemos que no debemos de perder de vista a las personas, accionistas, inversores y las sociedades, que serán finalmente las receptoras de la realización de una OPA. Poco se habla de las sociedades objetivo pero son por las cuales se cumplen el elemento finalista de una OPA y a las que no se les puede perder de vista en un estudio serio que se haga de la misma.

De ahí que podamos indicar que el sujeto pasivo será, en primera instancia, sólo personas jurídicas, es decir, sociedades objetivos. Sin embargo, de manera específica,

¹ “**Artículo 1º.- Definiciones**

Los términos establecidos en el presente reglamento tienen el significado que se indica a continuación:
1) adquirente: Persona o grupo de personas que han adquirido participación significativa. Cuando se trate de un grupo de personas, la obligación de efectuar una OPA es solidaria entre todos ellos; (...)”

tendrán la calidad de tales, personas naturales que tengan la calidad de accionistas o inversionistas, es decir, los titulares de acciones con derecho a voto o de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto de la sociedad objetivo². Estas personas también son conocidas como receptoras o beneficiarias de la OPA o como las denomina en su artículo 9º nuestro REGLAMENTO DE OPAs, destinatarias de la OPAs.

La LMV, define a este sujeto pasivo en el artículo 68º donde de manera escueta conceptúa al sujeto pasivo como *los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad a quién se dirige la OPA*. Mientras que en el REGLAMENTO DE OPAs se refiere al sujeto pasivo en el artículo 2º que trata sobre el propósito de la OPA, como *todos los accionistas que puedan participar en la prima que con tal motivo se pueda ofrecer*; y el artículo 9º el que se encuentra sumillado como los *destinatarios de la oferta*.

De estos dos más importantes dispositivos legales podemos extraer algunas conclusiones de definición y de caracterización del sujeto pasivo dentro del procedimiento de OPA peruana. Así pues, como primer punto, señalaremos que lo expuesto en el artículo 2º del REGLAMENTO DE OPAs nos habla sólo de accionistas, dejando de lado a los inversionistas, que son aquellos que pueden ser titulares de los “otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad”. Es decir, que el REGLAMENTO DE OPAs yerra en denominar como “accionistas” al sujeto pasivo obviando el hecho de que no sólo accionistas son aquellos que pueden ser receptores de la oferta y creando cierta contradicción con lo normado por el artículo 68º de la LMV, cuando se refiere a los sujetos pasivos como aquellos *titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad*”, pudiendo ser éstos, por citar algunos valores, obligaciones convertibles en acciones, certificados de suscripción preferente de acciones con derecho a voto, claro está si éstos se puedan realizar durante los dieciocho meses siguientes al inicio de la OPA.

En el artículo 9º del REGLAMENTO DE OPAs el tema se aclara mucho más y la definición que habla acerca de los destinatarios de las OPA va en consonancia con el artículo 68º de la LMV, ya que se refiere a éstos como *los titulares de acciones con*

² De conformidad con el artículo 68º de la LMV.

derecho a voto o valores susceptibles de otorgar derecho a voto de la sociedad objetivo.

2.3. El Elemento Finalista: La adquisición de participación significativa a través de la adquisición de acciones o valores

2.3.1. Adquisición de *Participación Significativa*

La conducta a estudiar de nuestro sujeto activo es la adquisición de participación significativa. Si bien, la adquisición de la que hablemos variará de acuerdo a si nos referimos a una OPA *a priori* o una OPA *a posteriori*, debemos de indicar que la adquisición debe ser de un porcentaje de acciones tal de una sociedad, que califique como una adquisición significativa.

En tal sentido y atendiendo al numeral 16 del artículo 1º del REGLAMENTO DE OPAs, la participación significativa será *toda propiedad directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al 25% del capital social de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto representativas de su capital social inscritas en una bolsa*. Sin embargo, no sólo este umbral del 25% configura una participación significativa, sino que también se considera participación significativa *la facultad que posee una persona o grupo de personas de, sin tener propiedad directa o indirecta, ejercer el derecho a voto de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al 25% del capital social de una sociedad o, acarree que el adquirente alcance una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una cantidad tal que en cualquiera de los dos últimos supuestos le permita: i) remover, o designar a la mayoría de los directores, ii) modificar los estatutos de la sociedad*.

Como podemos darnos cuenta la definición de participación significativa se llega a asemejar a la definición de control del cual se habla en el REGLAMENTO de la SMV y sobre el cual ya se han dado alcances con respecto al tratamiento que a nuestro parecer se le debe de dar. En tal sentido, urge que la normativa se homogenice, ya que tener, por un lado un reglamento que me hable de control, de las presunciones que lo materializan y por el otro, tener el concepto de participación significativa bastante similares no hará otra cosa que llevar a confusión.

En nuestra opinión, no es lo más conveniente hacer que por cada Reglamento se les dé a los términos un significado distinto, ya que no permite que estos términos puedan trascender ni puedan tener una duración sino supeditada al Reglamento mismo, porque con una posterior modificación simplemente culminará su vigencia.

Como podemos darnos cuenta la participación significativa se puede determinar no sólo con respecto a un límite objetivo, tal y como es el adquirir el 25% de las acciones del capital social de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto representativas de su capital social inscritas en una bolsa. Sino que ésta también se configura ante otros supuestos que a simple impresión generan interrogantes. En tal sentido, nos dice que también existe *participación significativa* cuando una persona posee la facultad de ejercer el derecho a voto de acciones que representen un porcentaje igual o superior al 25% del capital social de dicha sociedad. La interrogante que se produce en esta parte es, ¿bajo qué supuestos una persona posee la facultad de ejercer el derecho de voto de acciones que representen un porcentaje igual o superior al 25% del capital social de una sociedad? La respuesta obedece a los pactos que pueden generarse entre accionistas, por los cuales pueden acordar votar de una determinada manera frente a un mismo tema.

El último supuesto se refiere a que también un adquirente puede alcanzar participación significativa cuando, no importando el porcentaje de acciones que se tenga, acarree que el adquirente alcance una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una cantidad tal que en cualquiera de los dos supuestos le permita: i) remover, o designar a la mayoría de los directores, ii) modificar los estatutos de la sociedad.

Tal y como se establecía con respecto al tema de control societario, no sólo existe un límite objetivo que se refiere al porcentaje de acciones que se ostenta dentro de una sociedad para saber si se tiene control o no. Sino que también existen límites a los que calificamos como “subjettivos”, en donde frente a facultades que pueden adquirir personas naturales o jurídicas, también se alcanzaría participación significativa, o, a nuestro parecer, control.

2.3.2. Valores a ser tomados en cuenta para el cómputo de la *participación significativa*

Debemos de saber que a fin de realizar el cómputo de participación significativa, los valores a tomarse en cuenta no sólo serán las acciones con derecho a voto; sino que la adquisición o incremento de participación significativa puede producirse a través de la adquisición de obligaciones convertibles en acciones con derecho a voto, certificados de suscripción preferente de acciones con derecho a voto u otros valores similares que dan derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derecho a voto.

Asimismo, cuando se trate de la adquisición de obligaciones convertibles en acciones u otros valores que dan derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derecho a voto, la obligación de efectuar una OPA se genera siempre que la suscripción o adquisición se pueda efectuar durante los dieciocho meses siguientes a su adquisición.

2.3.3. Cómputo de *Participación Significativa*

Uno de los temas que mayor interés ha causado en torno a la OPA ha sido la forma de calcular la participación significativa de un accionista y/o inversionista. En tal sentido, para efectos del cálculo de la participación significativa, o en nuestros términos, a fin de hallar el porcentaje de control que se ostenta dentro de una sociedad, se considera el porcentaje del capital social que representan los valores tales como: las obligaciones convertibles en acciones con derecho a voto, certificados de suscripción preferente de acciones con derecho a voto u otros valores similares que dan derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derecho a voto; que posea el obligado o eventual obligado a hacer una OPA.

Cuando se trate de valores distintos a las acciones, éstos se computan por el número de acciones con derecho de voto a que dan derecho. Si tal número es variable, se considera el número máximo de acciones con derecho a voto que resultaría de efectuarse la suscripción o adquisición. De igual manera se incluyen en el cómputo para determinar la participación significativa las acciones con derecho a voto subyacentes en los ADR, GDR y títulos similares de propiedad directa o indirecta.

2.3.4. Formas de adquirir *Participación Significativa*

Se puede adquirir participación significativa por distintas formas, por lo que es válido cuestionarse si todas las formas de adquisición generan la obligación de realizar una OPA o si existe alguna que se excluya del supuesto de hecho. Esta interrogante es válida, siempre y cuando nos refiramos a una OPA *a posteriori* y no a una OPA *a priori*, toda vez que en una OPA *a priori*, la OPA se convierte en la única vía para alcanzar el control.

2.3.4.1. Adquisiciones directas y adquisiciones indirectas

Antes de pasar a diferenciar esta primera clase de adquisiciones, nos detendremos a definir el término “*adquisición*”, el cual no aparece definido ni en la LMV ni en el REGLAMENTO DE OPAs, sin embargo, en el artículo 68° de la LMV y en múltiples artículos del REGLAMENTO DE OPAs se utiliza.

El término “*adquirir*”, tanto en su sentido coloquial como técnico jurídico tradicional significa lo mismo, es decir, hacerse de la propiedad bajo cualquier título, noción similar a ella podemos extraer del artículo 900° del CC, el cual refiere a la adquisición originaria³.

Si bien nuestro C.C. no es taxativo en enumerar todas las formas por las cuales se adquiere la propiedad, algunas que se ven plasmadas a lo largo de éste, tal es el caso de la ocupación, por ley, por donación, por sucesión testada e intestada, como consecuencias de ciertos contratos mediante tradición y por prescripción.

No obstante, el concepto que se utiliza en esta normativa es amplio porque abarca las adquisiciones o transmisiones de las acciones cotizadas tanto por título de compraventa como por cualquier otro título, con independencia de su instrumentación; alcanzando tanto las adquisiciones directas como las que se realicen a través de persona interpuesta así como los acuerdos entre accionistas que impliquen un ejercicio concertado de los derechos de voto.

³ “Artículo 900°.- Adquisición de la posesión

La posesión se adquiere por la tradición, salvo los casos de adquisición originaria que establece la ley.”

El círculo de sujetos obligados alcanza tanto al adquirente o transmisor directo sea persona física o jurídica, pública o privada, nacional o extranjera; como a la sociedad dominante del grupo de entidades; a la persona física que controle dichas entidades; o a la persona física o jurídica que adquiera o transmita a través de persona interpuesta⁴.

Entre algunas otras clasificaciones clásicas cabe destacar aquellas que distinguen entre adquisiciones originarias y derivativas, a título universal o particular, a título oneroso o gratuito, y, finalmente, *inter vivos* y *mortis causa*.

La primera clasificación que recoge nuestra LMV y nuestro REGLAMENTO DE OPAs es acerca de la adquisición directa, la cual se encuentra definida en el artículo 3° del Reglamento, el cual nos dice que la adquisición o el incremento de participación significativa puede producirse a través de la adquisición de acciones con derecho a voto, obligaciones convertibles en acciones con derecho a voto, certificados de suscripción preferente de acciones con derecho a voto u otros valores similares que dan derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derecho a voto.

Mientras que se considerará una adquisición indirecta, aquella donde el incremento o la adquisición de participación significativa sea resultado de la adquisición de valores emitidos por una persona jurídica que tiene propiedad directa o indirecta en el capital social de la sociedad objetivo, de conformidad con el artículo 7° del REGLAMENTO DE OPAs.

Asimismo, la adquisición indirecta del control de una sociedad objetivo puede efectuarse de dos maneras: (i) la primera, a través de la adquisición de las acciones de los accionistas controladores de la sociedad objetivo; (ii) a través de la realización de actos de reorganización societaria que involucren a la sociedad controladora. Dentro de las modalidades comunes se encuentran:

- La Adquisición de acciones de la sociedad controladora: Este es el supuesto más simple. En este caso, la sociedad que adquiere el control adquiere un paquete mayoritario de las acciones de la sociedad controladora, que le permite controlar

⁴ TAPIA HERMIDA, *op. cit.*, p. 70.

sus decisiones. Dado que la sociedad tiene la mayoría de las acciones de la sociedad objetivo, la sociedad adquirente adquiere también, indirectamente, el control de ésta última. En este caso, debemos también notar que la prima de control de la que se habla sería recibida por los accionistas de la sociedad controladora que venden sus acciones, pero no por los accionistas de la sociedad objetivo.

- Las Reorganizaciones Societarias: En este caso pueden darse a través de la fusión por absorción y de escisión por incorporación. En el caso de la fusión por absorción, al momento de la fusión la sociedad controladora se extinguiría, y la sociedad adquirente absorbería su patrimonio, pasando a ser la nueva sociedad controladora. En el caso de la escisión por incorporación o por transmisión de un bloque patrimonial a una nueva sociedad, este supuesto implica una división patrimonial de la sociedad controladora, trasladando el bloque patrimonial constituido por las acciones de la sociedad objetivo a un nuevo controlador. Se dice que esta modalidad operará cuando la sociedad controladora tenga una o varias líneas de negocio, o cuando tiene una cartera de acciones de diversas empresas (holding)⁵.

2.3.4.2. Adquisiciones originarias y adquisiciones derivativas

La característica principal de las adquisiciones originarias es que aquellas no proceden de un derecho anterior, sino que el derecho se adquiere *ex novo*; es decir, se adquiere el dominio de un derecho sin que exista la transmisión de otra persona. En doctrina podemos distinguir entre la ocupación y la usucapión, en la primera no existe un derecho previo, mientras que en la segunda el titular del derecho podría intervenir legítimamente, pero no lo hace. Sin embargo, debemos notar que las adquisiciones originarias son muy poco probables que se den con respecto a los títulos valores, los cuales son objeto de nuestro análisis.

Por otro lado, las adquisiciones derivativas son aquellas que proceden de una precisa relación causal establecida entre el titular legítimo de un derecho (transmitente

⁵ SALINAS RIVAS, Sergio, “La Regulación del Mercado Público de Adquisiciones de Control Societario: El tratamiento de las adquisiciones indirectas en el Perú”, *Themis*, N° 40, 2000, pp. 91-92.

o disponente) y el nuevo titular (adquirente)⁶. Por lo tanto, diremos que en contraposición a las adquisiciones originarias, las adquisiciones derivativas son aquellas en las que no sólo existe una adquisición, sino también una transmisión de la propiedad o de derechos reales. Por lo que dentro de este tipo de adquisiciones encontramos: a la tradición, la donación y la sucesión testamentaria, que la doctrina ha simplificado en adquisiciones a título oneroso y a título gratuito.

Las adquisiciones derivativas son la clase de adquisiciones que más nos van a interesar, ya que son aquellas sobre las cuales puede existir transmisión, lo cual ocurrirá ante la mayoría de casos frente a los títulos valores.

2.3.4.3. Adquisiciones a título universal y a título particular

Las primeras son aquellas que suponen el paso, *uno ictu*, en bloque y sin necesidad de las formalidades precisas para la transmisión de cada uno de los bienes singulares, de una masa de cosas, derechos y deudas, desde el patrimonio de una persona al de otra o al de un grupo. Ejemplos típicos, la adquisición de una herencia o de una fusión.

Por otro lado se encuentra la adquisición a título particular que es aquella en la cual se atribuye la propiedad de un derecho singular o una suma de derechos singulares.

Algunos autores con respecto a esta clasificación sacan conclusiones un tanto cuestionables y es que sostienen que por el hecho de que una adquisición sea a título universal es causa para excluir la obligatoriedad de una OPA. Consideramos que, en nuestro medio, una adquisición a título universal no podrá ser posible, ello porque del cumplimiento del artículo 254º de la LGS, se considera una estipulación no válida en el pacto social o en el estatuto, aquella que limite la libre transmisibilidad de las acciones, como sería este caso. Diferente es el caso de una S.A.C., donde si se prevé la transmisiones de acciones por sucesión, en ese sentido, es taxativo el artículo 240º de nuestra LGS, cuando dice que la adquisición de las acciones por sucesión hereditaria confiere al heredero o legatario la condición de socio. No obstante, también nos muestra la posibilidad de que el pacto social o el estatuto puede establecer que los

⁶ PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho Civil*, t. II, vol. 2, 2^{da} ed., Bosch, Barcelona, 1982.

demás accionistas pueden tener derecho a adquirir las acciones del accionista fallecido, dentro del plazo que uno u otro determine.

2.3.4.4. Adquisiciones gratuitas “*inter vivos*” y “*mortis causa*”

Las adquisiciones gratuitas son definidas como aquellas en las cuales existe un sacrificio para una de las partes y una ventaja para la otra. La consecuencia necesaria de este negocio es que para una de las partes supone un beneficio sin contraprestación y para la otra una disminución del acervo patrimonial sin compensación económica. Entre los contratos *inter vivos* se encuentra la donación, el cual es definido por el artículo 1621° del C.C.⁷.

Por otro lado se encuentran las adquisiciones gratuitas *mortis causa* que son aquellas que tienen como causa la herencia, transmisión a título universal, y el legado, transmisión sucesoria a título particular.

2.3.4.5. Tratamiento de las adquisiciones gratuitas de acciones: Un supuesto excluido

Las tomas de control producto de una adquisición gratuita, *inter vivos o mortis causa*, reciben un trato diferenciado en derecho comparado. Así encontramos que no existe ninguna duda que en las regulaciones británica y francesa se considera que una toma de control adquirida a través de una adquisición a título gratuito obliga a realizar una OPA. No obstante y dependiendo de las circunstancias y de forma singular, la autoridad competente francesa o británica podrá otorgar una excepción a esta obligación.

En nuestro caso al igual que en España, aunque en la LMV⁸ no está expresamente colocado como característica que deba tener el procedimiento, el

⁷ “**Artículo 1621° del CC.-** Por la donación el donante se obliga a transferir gratuitamente al donatario la propiedad de un bien.”

⁸ Mientras que en el artículo 1° de la Reglamento de OPA, Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, Sobre Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores en su artículo 1° nos dice: “1°. Toda persona física o jurídica (en lo sucesivo, “oferente”) que pretenda adquirir a título oneroso, en un sólo acto o en actos sucesivos, acciones de una sociedad (en lo sucesivo, “sociedad afectada”) cuyo capital esté en todo o en parte admitido a negociación en Bolsa de Valores, u otros valores tales como derechos de suscripción, obligaciones convertibles, “warrants” o cualesquiera instrumentos similares que puedan dar derecho directa o indirectamente a la suscripción o adquisición de aquéllas, para de esta forma llegar a alcanzar, junto con la que ya se posea, en su caso, una participación significativa en el capital

Reglamento que desarrolla la OPA nos muestra que uno de los requisitos básicos es la onerosidad⁹.

La pregunta que en este punto es obvia formularnos es, ¿por qué dejar de analizar *ex-ante* los casos cuya transmisión sean a título gratuito, cuando podemos darnos cuenta que justamente esta situación puede ser utilizada para realizar un fraude a la ley? Un sector de la doctrina considera que se debe excluir de los supuestos de hecho el que la transferencia se dé a título gratuito ya que considera que se debe al carácter involuntario de la adquisición de las acciones por parte del adquirente¹⁰. Mientras que otros alegan la imposibilidad de exigir la formulación de una OPA en estas tomas de control, debido que la falta de precio en estas adquisiciones, impide que se pueda exigir un trato igual entre los accionistas, ya que no existe un trato desigual y la imposibilidad de determinar el precio de la oferta en aquellos ordenamientos, que por ley, determinan que el valor de la contraprestación deberá ser igual al precio pagado en las anteriores adquisiciones.

Con respecto a los argumentos expresados del porqué se debería excluir a las adquisiciones a título gratuito, consideramos que no son completamente satisfactorios para excluirlo del supuesto de hecho para la realización de una OPA. De esta manera, acerca del carácter sobrevenido o involuntario del que hablan, diremos que es bastante relativo, toda vez que como sabemos las adquisiciones gratuitas *inter vivos* como *mortis causa*, para que puedan hacerse efectivas debe mediar la aceptación del adquirente a fin de que se pueda concretar la transmisión de la propiedad.

No hay que creer que la herencia se adquiere recién con la aceptación, pues la adquisición opera de pleno derecho al momento de la apertura de la sucesión que se da cuando muere el causante, de modo que no puede confundirse la aceptación con la

con derecho de voto de la sociedad emisora de dichos valores, títulos o instrumentos no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición en los términos previstos en el presente Real Decreto.”

⁹ En el artículo 4° de nuestro Reglamento que se encuentra sumillado como la obligación de efectuar OPA, nos dice: “**Artículo 4°.-** La adquisición o incremento de participación significativa genera la obligación de efectuar una OPA siempre que:

a) Se trate de una transferencia a título oneroso; (...)”

¹⁰ WYMEERSCH, E., “La oferta pública de adquisición. Una opinión crítica” en AAVV, *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*, Deusto, Bilbao, 1992. pp. 50, donde afirma que: “No todas las adquisiciones de acciones que sobrepasen el umbral provocarán la obligación de presentar una oferta: (...) algunos casos se considerarán exenciones a las adquisiciones involuntarias, como las que resulten de herencias, donaciones, etc.”

adquisición de la herencia, tal y como dice Zárate del Pino¹¹. Por lo tanto, la aceptación es entonces una ratificación o confirmación que hace el sucesor de su calidad de tal, y el efecto del mismo es fijar la calidad de heredero. Y nos reitera Zárate del Pino que la calidad de heredero no se impone, éste es libre de asumir o no la condición de tal. En otras palabras se le da la opción de aceptar la herencia o de rechazarla, por lo que no puede ser catalogada como involuntaria.

Teniendo ello en cuenta podemos decir que si bien es cierto, en un primer momento la adquisición de acciones tiene un carácter involuntario, posteriormente existe la posibilidad de aceptar o renunciar a él, por lo que en efecto, se podría tener en cuenta a la hora de evaluar este tipo de transmisiones que, reiteramos, pueden llegarse a prestar a casos de fraude a la ley.

Con respecto al segundo argumento, que dice que por el hecho de que no existe un precio en estas adquisiciones ello impide que se pueda exigir un trato igual entre los accionistas, ya que no existe un trato desigual, estamos de acuerdo. Este argumento, tiene asidero, más que por el hecho de que no exista una prima de control, por el hecho de que no afecta el derecho de los demás inversionistas. Y en caso lo hiciera, no es un acto motivado por el adquirente. No obstante, este caso sólo sería válido si confluyera en él, una adquisición gratuita y *mortis causa* a la vez, lo cual es muy poco probable que ocurra, toda vez que, como ya se explicó no debería existir ninguna estipulación que limite la libre transmisibilidad de acciones, ello en concordancia con el artículo 254° de la LGS.

No estamos de acuerdo, sin embargo, en el caso de que sea gratuita e *inter vivos*, ejemplo típico de una donación, la cual consideramos se debe analizar y como dijimos antes no excluir del supuesto de OPA *ex ante*. Analizando el tema de las transferencias a título gratuito debemos ser conscientes de que si ésta pasa a ser un supuesto que obligue la realización de OPA obligatoria, no es porque la naturaleza misma de su ejecución así nos haga concluir, sino que las razones se dan sobre todo por política legislativa y la realidad en la que nos encontramos. Y es que revisando, los casos por los cuales las personas adquieren participación significativa, vemos que son

¹¹ ZÁRATE DEL PINO, Juan Belfor, *Curso de Derecho de Sucesiones*, Palestra Editores, 1998, pp. 96-97

unos pocos lo que se producen por transmisión gratuita “*mortis causa*” así como “*inter vivos*”, por lo que en la práctica alguien, con razón, podría calificar como excesiva la regulación que se diere. Bajo esa perspectiva se entiende nuestra actual regulación, sin embargo, no se justifica. Consideramos que existe una estrecha relación entre las adquisiciones gratuitas y el fraude a la ley que no debería pasar desapercibido por nuestras entidades regulatorias. Y es que, es claro que una persona, para evitar la obligación de presentar una OPA, en lugar de sobrepasar el umbral significativo que provocaría la obligación con adquisiciones a título oneroso puede realizar una adquisición a título gratuito.

Este potencial fraude se reduce en los ordenamientos británico y francés ya que a las adquisiciones a título gratuito no las exime de la obligación de realizar una OPA. Sin embargo, en nuestra regulación no estamos libres de esto, es más, estamos expuestos a que un fraude se produzca ya que nosotros los eximimos *ex-ante*. Por ello, abogamos por una excepción *ex-post*, luego de un análisis del caso concreto de la adquisición a título gratuito que se presentase. Y así, cuando una persona pretendiera sobrepasar el umbral gracias a una adquisición gratuita, tendría que informar al respecto y justificar su carácter gratuito ante la SMV.

2.3.4.6. Adquisiciones Onerosas

Es aquel en el que se imponen sacrificios para ambas partes y, por la misma razón, ambas partes obtienen del acto ventajas. Este tipo de adquisición cobra real importancia en todos los ordenamientos ya que constituyen un antecedente obligatorio para la configuración de la obligación a realizar OPA¹².

Diferentes ordenamientos incluyen en el supuesto de hecho este modo de adquirir acciones que se caracteriza por ser un medio de transmisión de la propiedad desde un accionista o la propia sociedad, a otra persona, sea o no accionista, a cambio de una contraprestación. Estas adquisiciones onerosas pueden hacerse a través de diferentes contratos y precontratos tales como: la compraventa, la dación en pago, la cesión de derechos, entre otros.

¹² En el artículo 4º de nuestro Reglamento que se encuentra sumillado como la obligación de efectuar OPA, nos dice: “**Artículo 4º.-** La adquisición o incremento de participación significativa genera la obligación de efectuar una OPA siempre que:

b) Se trate de una transferencia a título oneroso; (...)”

2.3.4.7. Operaciones societarias: adquisiciones derivadas y originarias

a. Constitución de una sociedad

La constitución de una sociedad ya sea por constitución simultánea o por oferta a terceros; primero, se considera como una operación a todas luces societaria, la cual no obliga a presentar una OPA a pesar de que alguno de los fundadores adquiera el control de la misma.

En el caso de la constitución simultánea de una sociedad, puede darse el caso de que recaiga sobre alguno de los fundadores, necesariamente accionista, que tenga el control sobre esa sociedad por haber suscrito una mayor cantidad de acciones. Y en efecto, con tan solo haber pagado el 25% de la totalidad del valor nominal de las acciones que suscribe puede hacerse del control.

El caso de la constitución por oferta a terceros, es distinta y hoy por hoy, es una modalidad que se observa poco. En este caso, al tener accionistas, que no necesariamente serán los fundadores de la sociedad, tendremos que sobre alguno de ellos recaerá el control de dicha sociedad. Aún cuando se presente ese caso, éste accionista no tendrá la obligación de realizar una OPA. Esto tiene un sustento tanto legal como basado en la realidad misma. El sustento legal en nuestro país lo tenemos en el literal f) del artículo 10° del REGLAMENTO DE OPAs, que se refiere a la adquisición que se efectúa en oferta primaria¹³.

Mientras que en el sustento real podemos observar que hace bien la regulación en excluirlo como un supuesto de hecho a esta operación toda vez que no existe una toma de control real en sentido estricto; y, por otra parte que proviene de un consentimiento unánime de los socios fundadores. Además de saber que al momento de que alguno de ellos se hace del control inicial no se producen ninguno de los potenciales efectos negativos que pueden afectar a los inversores y que se intenta evitar con este modelo de OPA obligatoria.

¹³ “**Artículo 10°.- Excepciones a la formulación de OPA**

(...)

f) La adquisición que se efectúa en oferta primaria o a través de la renuncia del derecho de suscripción preferente a favor de o de los potenciales obligados a formular una OPA.

(...)”

Otro de los motivos del cual se habla en doctrina especializada es el hecho de que cambiar el control de una sociedad puede implicar un cambio en la dirección, es evidente que en esta ocasión este efecto no puede tener lugar, ya que lo que hará dicha sociedad será recién tomar una dirección.

Una prima de control, para el que lo considera como un elemento de vital importancia, como nuestra legislación, también será desestimada toda vez que no existe la misma. Finalmente, también se habla de una eventual pérdida de liquidez, efecto que tampoco se presentaría al ser un valor nuevo el que se crea. Por lo tanto, Sala I Andrés concluye que éste es un supuesto que bajo ningún sentido puede atentar contra los intereses de los inversores y el mercado de valores, objeto de tutela del régimen de las OPAs obligatorias.

b. El ejercicio del derecho de suscripción preferente: Aumento de capital incompleto

El aumento de capital no es definido como una operación *en sí misma* en nuestra LGS, sino que se ha optado por describirlo como aquél que tiene ser acordado por Junta General de Accionistas, cumpliendo los requisitos establecidos para la modificación del estatuto, además que para su formalización necesita que conste en escritura pública e inscribirse en el Registro¹⁴. El aumento de capital bajo la normativa de la LGS puede originarse por los siguientes motivos:

1. Nuevos aportes;
2. La capitalización de créditos contra la sociedad, incluyendo la conversión de obligaciones en acciones;
3. La capitalización de utilidades, reservas, beneficios, primas de capital, excedentes de revaluación; y,
4. Los demás casos previstos en la ley¹⁵.

¹⁴ “**Artículo 201.- Órgano competente y formalidades**

El aumento de capital se acuerda por junta general cumpliendo los requisitos establecidos para la modificación del estatuto, consta en escritura pública y se inscribe en el Registro”.

¹⁵ “**Artículo 202.- Modalidades**

El aumento de capital puede originarse en:

1. Nuevos aportes;
2. La capitalización de créditos contra la sociedad, incluyendo la conversión de obligaciones en acciones;
3. La capitalización de utilidades, reservas, beneficios, primas de capital, excedentes de revaluación; y,
4. Los demás casos previstos en la ley”.

La realización de una suscripción a primera impresión no genera problemas y en efecto no lo hace, toda vez que en todo ordenamiento se han establecido ciertas reglas que garantizan una igualdad de trato para todos los accionistas. Sin embargo, se genera uno cuando existe un aumento de capital incompleto, es decir, el problema surge cuando uno o más accionistas suscriben las acciones en la proporción que les corresponde y otros no; por ello, a causa de dicha suscripción uno de los accionistas pasa a tener participación significativa o de control en dicha sociedad cotizada.

En el caso descrito estaríamos hablando de una **toma de control sobrevenida**, ya que un accionista pasa a controlar a la sociedad por el hecho de que la suscripción al haber quedado incompleta, es decir, porque otros accionistas no ejercieron su derecho de suscripción y no porque haya sido su voluntad hacerlo.

Existen dos posiciones respecto a esta operación societaria:

- a) No obligar a hacer OPA ya que la equiparamos a una reducción de capital.
- b) Al ser una operación distinta a la de una reducción de capital, donde si existe una adquisición de acciones debe de obligarse a presentar una OPA.

Nuestro ordenamiento ha previsto una solución ante esos casos, y de acuerdo al REGLAMENTO DE OPAs, lo ha considerado como una excepción a la formulación de la misma¹⁶.

c. Suscripción del sobrante de una ampliación de capital

Ante el hecho de que un aumento no haya sido suscrito íntegramente por los accionistas en el ejercicio del derecho de suscripción, podrá ofrecerse la suscripción del capital sobrante o bien a un accionista o bien a una tercera persona y ello puede traer como consecuencia que se pueda alcanzar una participación significativa o control sobre la sociedad.

Sin lugar a dudas, estaríamos ante el caso en el cual una persona voluntariamente procedería a adquirir acciones de una sociedad sabiendo que la

¹⁶ “**Artículo 10°.- Excepciones a la formulación de OPA**
(...) h) El ejercicio del derecho preferente de suscripción.
(...)”

consecuencia sería alcanzar una toma de control sobre la misma. Por lo tanto, estaría dentro de la toma de control intencional.

d. Peculiar supuesto: Exclusión del derecho de suscripción preferente (Reserva de suscripción a una persona determinada)

De acuerdo a este supuesto, tendremos una operación por la cual una sociedad, basándose en el interés social, acuerda un aumento de capital y reserva dicha suscripción a una persona determinada siendo necesaria previamente la exclusión del derecho de suscripción preferente.

Acá el tema se complejiza cuando se pregunta que si por el mero hecho de haber excluido el derecho de suscripción preferente por acuerdo mayoritario en junta general y con la debida información, debe exigirse o no la realización de una OPA a este sujeto que suscribe las nuevas acciones de la sociedad y alcanza participación significativa.

Consideramos que, de acuerdo al caso descrito, nos encontramos ante una toma de control intencional, cuya consecuencia sería la realización de una OPA.

e. Desdoblamiento y Agrupación de acciones (*Splits* y *Reversal splits*)

El desdoblamiento o *split* consiste en dividir el valor nominal de las acciones en una porción determinada y, simultáneamente, multiplicar el número de acciones y dividir su cotización en la misma proporción. Generalmente el objetivo es proporcionar mayor liquidez a los valores. El accionista poseerá mayor número de valores pero con un precio proporcionalmente menor. Bajo el punto de vista teórico, esta operación no altera el valor de la inversión para el accionista; no tiene efecto económico-financiero, aunque probablemente sí psicológico, al reducir el precio de las acciones¹⁷.

El agrupamiento de acciones o *contrasplit* es la operación contraria al desdoblamiento. Cuando las acciones tienen una cotización muy baja, con esta operación se pretende eliminar la volatilidad generada por el impacto porcentual que supone la variación de una única unidad en el precio (*tick*) sobre éste.

¹⁷ CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores), “*Qué debe saber de... Los derechos y responsabilidades del accionista*”, Madrid, 2002.

Ante estas operaciones de corte societario que nos presentan, somos de la opinión de considerarlas nada lesivas a los derechos de los accionistas, claro está, si es que dichas operaciones cuentan con la debida aprobación de los mismos. En ese sentido, tenemos que el hacer un desdoblamiento de acciones hará que se posea una mayor cantidad de valores, pero con el mismo precio ya que reunidas tendrá el mismo valor que si no se hubieran desdoblado, por lo tanto ningún accionista gana mayor titularidad de dichas acciones. Lo mismo ocurre con la agrupación de acciones, ya que tampoco se ve alterado el valor de las acciones y no existe la posibilidad de adquirir una participación mayor. En conclusión, en ninguno de los dos casos se adquiere participación significativa y, por lo tanto, no existe la obligación de realizar una OPA.

2.3.5. Los modos de adquisición del control de las grandes sociedades

Adquirir el control de grandes sociedades puede parecer a simple vista un trabajo complicado y el querer lograrlo evitando costes innecesarios o reduciendo costos de transacción, mucho más aún. El trabajo lógicamente, se complejiza cuando encontramos que la sociedad objetivo tiene una estructura difusa o existen en su interior grupos minoritarios que no desean un cambio en el control de la sociedad.

A fin de lograr la toma de control, encontramos que tradicionalmente la doctrina ha aceptado como los modos más eficientes y eficaces de adquirir el control societario aquéllos que comportan una o varias adquisiciones de acciones con derecho a voto ya que su resultado es, una toma de control duradera y definitiva.

Siguiendo esa línea, podemos clasificar los modos de tomas de control en dos: “adquisiciones de control interno”, las cuales se obtiene como consecuencia de la adquisición de acciones; y, “las adquisiciones de control externo”, las que serían producto de la materialización de distintos contratos.

Junto a las adquisiciones de acciones la doctrina ha destacado como otras formas tradicionales de tomar el control a las “*proxy fights*” y las fusiones. Asimismo, se reconocen en las cesiones legitimadoras de control, junto a otra técnica similar que son los sindicatos de voto, técnicas eficaces en ocasiones, pero que presentan como desventaja principal el no permitir una adquisición de control duradero y definitivo, al

caracterizarse ambas por su inestabilidad ya que deben ponerse en práctica cada vez que se pretende votar en junta general.

A fin de iniciar el desarrollo de cada una de las técnicas, iniciaremos por aquellas que se han caracterizado por lograr como resultado, una toma de control duradera y definitiva. Entre las técnicas que encontramos se encuentran: las cesiones de control, las “compras a goteo” o *ramassage* y las ofertas públicas de adquisición¹⁸. Cabe indicar que existen otros modos de adquirir acciones de una sociedad tales como la suscripción de aumentos de capital, los aumentos de capital incompletos, el aseguramiento de una emisión de valores, la ejecución de una prenda sobre valores, etc. Sin embargo, estas últimas difieren de las primeras en que estas operaciones no han sido creadas originalmente para adquirir el control de sociedades, sino persiguiendo otras finalidades distintas.

2.3.5.1. Las cesiones de control

También conocidas como cesiones de paquetes de control, se tratan en realidad, de simples contratos de cesión de derechos sobre acciones, pero con una diferencia, las acciones que son objeto de cesión tienen la capacidad, en conjunto, de otorgar control sobre la sociedad, por lo que su transferencia se vuelve más onerosa y tiene una repercusión relevante en el interior de una sociedad.

Una vez señaladas las características más importantes, la cesión de control se puede conceptualizar como una operación por la cual una persona, natural o jurídica, adquiere de un accionista o grupo de accionistas un paquete de acciones que le otorga el control de esa sociedad a cambio del valor de mercado de aquéllas más, habitualmente, una prima de control¹⁹, es decir, un sobreprecio sobre el valor de esas acciones en el mercado.

Sala I Andrés²⁰ citando a Lempereur²¹, nos dice que a las cesiones de control también se les conocen con otros nombres tales como: cesiones de mayoría (*cessions de*

¹⁸ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 40.

¹⁹ Por *prima de control* se conoce aquel sobreprecio respecto al valor del mercado pagado por un sujeto al adquirir acciones que le confiere el control de una sociedad. El diferencial entre el precio ofrecido al accionista y la cotización bursátil de la acción es denominado “prima de control”.

²⁰ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 41.

majorité) donde la mayoría, no resulta siendo tal, sino que debido a la dispersión de las acciones, la mayoría es la minoría, si se tiene en cuenta el número de acciones que tiene ese grupo.

Una de las ventajas que presenta esta técnica, es el tiempo reducido en el que se puede llevar a cabo dicha adquisición de control, ya que al constituirse ésta como una operación privada en la que se negocian una cantidad de acciones fijas y el precio que pagaran por ellas, permite al eventual adquirente tener la seguridad de alcanzar el número suficiente de acciones para obtener el control en un breve tiempo.

Por otra parte, las principales desventajas son: el elevado coste que puede suponer su realización al tener que pagar la prima de control al vendedor y el perjuicio que puede acarrear sobre los derechos de los accionistas minoritarios. El elevado coste como nos podemos imaginar será producto de la seguridad que otorga la realización del contrato de cesión de derechos sobre acciones determinadas, lo cual le garantiza al eventual adquirente, el efectivo control en un breve plazo, a menos que el vendedor se echare para atrás. Ello hace que la prima de control también definida por García de Enterría como “un precio superior al que resultaría de la suma de los valores individuales de las distintas acciones que integran”²² un paquete de control, se incremente.

La segunda desventaja es más compleja de explicar ya que involucran intereses de terceros, tales como son los accionistas minoritarios, toda vez que les imposibilita decidir ese cambio en el control que operará sobre la sociedad de la cual ellos también participan y además, no se les permitirá participar en el reparto de una prima de control elevada *per se*.

2.3.5.2. La “compra a goteo”

También denominada *ramassage*. Sala I Andrés²³ define esta operación, citando a Manne, Hayes y Taussing y Otero Lastres²⁴ diciendo que esta operación “consiste en

²¹ LEMPEREUR, C., *Cessions de majorité et protections des actionnaires minoritaires en droit comparé*, Etablissements Emile Bruylant, Bruxelles, 1978, p. 5; citado por SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op cit.*, p. 41.

²² GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, *La OPA obligatoria*, Civitas, Madrid, 1996, pág. 171.

²³ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op cit.*, p. 42.

la adquisición progresiva de acciones de una sociedad en el mercado de valores y de distintos propietarios realizada por una persona física o jurídica hasta alcanzar una cantidad suficiente de acciones que le permita ejercer el control en esa sociedad”.

De esta manera pues, “la compra a goteo” o “*ramassage*” viene a ser un procedimiento que se torna efectivo al igual que la cesión de control, es decir, a través de un contrato. La diferencia entre ambas lo podemos notar en el espacio de tiempo en el que se realiza y con respecto a quiénes va dirigida dichas compras.

Como se desprende fácilmente de la expresión “a goteo”, se infiere que las potenciales compras se realizan a más vendedores, en comparación a las cesiones de control. Si bien no podemos afirmar el número que determina cuando estamos ante una cesión de control o de una compra a goteo, consideramos que la cesión de control no debe sobrepasar a los tres vendedores, ya que pasado ese número de vendedores, el riesgo es mayor de que se pueda concretar o no la operación.

Esta operación tiene como principal característica tener más desventajas que ventajas, incluso una de sus principales ventajas puede llegar a constituirse una de sus principales desventajas. Y aunque suene paradójico así es, el factor tiempo es uno de sus principales óbices de este procedimiento. Al ser una operación progresiva en el tiempo y teniendo en cuenta, de que no se negocia con pocos inversionistas, sino con un universo que fácilmente superan los cinco accionistas, existe un mayor riesgo de que alguno de ellos no quiera llevar a término la operación. En otras palabras, no se le garantiza, al eventual adquirente, la adquisición de las acciones necesarias ya sea porque no existen acciones a la venta (si alguno de los accionistas se echa para atrás y de esta manera frustra la operación), o porque los órganos de administración de la sociedad afectada tomen medidas defensivas al conocer que alguien desea hacerse del control de la sociedad.

²⁴ MANNE, H., “Mergers and the Market for Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, Nº 73, 1965, pp. 116; HAYES, S. and TAUSSING, R., “Tactics of Cash Takeovers Bids”, *Harvard Business Review*, 1967, pp.136-138; y OTERO LASTRES, J.M., “La oferta pública de adquisición de acciones de sociedades anónimas no cotizadas en Bolsa”, en AAVV, *Adquisición de sociedades no cotizadas*, Deusto, Bilbao, 1994, p. 218.

Ahora, si no existió acuerdo inicial, lo cual es poco probable, se empezará a buscar entre los accionistas a aquellos que quieran vender. Una vez que sepan que hay alguien que desea comprar acciones a fin de adquirir el control de la sociedad, los accionistas sabrán que existe una demanda alta, lo que hará que el precio se incremente. Este es un posible escenario que a primera impresión convendría a los accionistas, no a todos, ya que como nos podemos dar cuenta el eventual adquirente buscará a los accionistas que reúnan una cantidad importante de acciones y no a quienes tengan un pequeño porcentaje (accionistas minoritarios). Pero también sería un escenario que no convendría al eventual adquirente ya que asumiría grandes costos

En otro posible escenario, si ha existido un acuerdo previo con algunos accionistas (lo más probable en este tipo de operaciones) podría ocurrir lo siguiente: al pactar con, imaginemos seis accionistas con cuya adquisición de acciones puedan alcanzar control, por el factor tiempo, algunos otros accionistas se enteran de la operación y al ver que es inminente la toma de control por el adquirente deciden vender su participación a un precio incluso menor al ofrecido por cada uno de los seis accionistas, con los que inicialmente pactaron. Al existir una mayor oferta hace que el precio decaiga, causando un perjuicio para los accionistas, quienes recibirán un precio menor por sus acciones.

Aún así, visto este escenario constituiría una ventaja para el eventual adquirente y no así para los accionistas vendedores, quienes buscan un mayor beneficio de la enajenación de sus títulos. Y ni qué hablar de los accionistas que nunca se enteraron de la oferta, definitivamente ellos serán los más perjudicados, ya que ni siquiera se les dará la opción de elegir vender o no sus acciones.

Entre los autores que apoyan esta crítica, Sala I Andrés²⁵, cita a Wtterwulghé. R²⁶, quien considera que la adquisición de acciones en Bolsa de Valores es un medio imperfecto para la adquisición del control de una sociedad, ya que la Bolsa está organizada para intercambiar valores no para cambiar el control de la sociedad al no

²⁵ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 43.

²⁶ WITTERWULGHE, R., *L'Offre Publique d'Adquisition, une analyse juridique*, De Boeck Université, Bruxelles, 1988, p. 24.

existir información suficiente para realizar estas operaciones ni un trato igual para todos los accionistas.

2.3.5.3. La oferta pública de adquisición (OPA)

A fin de no ahondar en el procedimiento ni en los principios que inspira el legislar con respecto a la OPA, ya que está siendo objeto de un detallado tratamiento. Nos parece conveniente anotar el concepto que de forma amplia enuncia Sala I Andrés cuando dice que “es aquella oferta realizada públicamente por una persona física o jurídica, dirigida a los accionistas de una sociedad, para adquirir sus acciones a un precio determinado y en una cantidad determinada que le permita ejercer, en su caso, el control de esa sociedad”²⁷.

La utilización de la OPA, a diferencia de los dos medios de adquisición desarrollados anteriormente, tiene la virtud de presentar mayores ventajas tanto para el adquirente como para los accionistas. Dos de las ventajas de la utilización de la OPA se reconoce para el adquirente; la primera, es la seguridad que se tiene de alcanzar el control; la otra, es la disminución de los costes de la operación.

En efecto, la OPA permite obtener para el adquirente la cantidad necesaria y suficiente de acciones, esto es, no tiene la obligación de adquirirlas todas, ni tampoco deberá comprar ningún valor si no alcanza la cantidad mínima deseada. Además, como bien cita Sala i Andrés²⁸ a Zurita y Sáenz de Navarrete²⁹, “el precio de la oferta, que generalmente incluirá también una prima, viene determinado por el propio oferente lo que permite conocer de antemano los costes de la operación”.

²⁷ SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *op. cit.*, p. 43.

²⁸ *Ibidem*.

²⁹ ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, Jaime, *La Oferta Pública de Adquisición (OPA)*, Bolsa de Madrid, Madrid, 1980, p.19; OTERO LASTRES, José Manuel, “La oferta pública de adquisición de acciones de sociedades anónimas no cotizadas en Bolsa”, en AAVV, *Adquisición de sociedades no cotizadas*, Deusto, Bilbao, 1994, p. 220; NIETO CAROL, Ubaldo, *El mercado de valores, Organización y Funcionamiento*, Civitas, Madrid, 1993, p. 624; ZUNZUNEGUI, Fernando., *Derecho del Mercado Financiero*, Marcial Pons, Madrid, 1997, p. 318; y WEIGMANN, Roberto, “Le offerte pubbliche di acquisto”, en Colombo, G.E. e Portale, G.B. (dir.), *Trattato delle Società per azioni*, UTET, Torino, 1993, p. 318.

Por otro lado, la OPA también ofrece ventajas para los accionistas de la sociedad afectada ya que éstos podrán decidir sobre el cambio de control y podrán obtener parte de la prima de control que se ofrece por ella.

Finalmente, la elección del cómo adquirir dependerá del adquirente, claro está, teniendo en cuenta las disposiciones legales al respecto. Una correcta decisión deberá tener en cuenta, en primera instancia la estructura accionarial de la sociedad objeto de adquisición y además los costes que suponga esa operación. Además, una condicionante también es el efecto, positivo o negativo, que pueda tener esa operación sobre los accionistas de la sociedad objeto de la toma de control, el cual podría conllevar el acaecimiento de problemas sociales.

Sin embargo, como es fácil darse cuenta, cuando el control mayoritario se halle en manos de una persona o de un grupo de personas, y existan pocos socios minoritarios, en otras palabras, cuando el control de la sociedad se encuentre muy cohesionado, se puede suponer que las cesiones de control serán preferidas antes que las *compras a goteo* o las OPAs. Las compras a goteo no serán necesarias puesto que estaremos hablando de una sociedad en la que para adquirir el control tan sólo sea necesario acordar con máximo tres accionistas, quiénes concentran en sus acciones el control de la sociedad. Distinto es el caso de sociedades donde existan un gran número de accionistas, aquí la cesión de control deviene en impracticable toda vez que no existe un grupo compacto que pueda ceder ese control. En esas circunstancias podrían utilizarse las compras a goteo, operación que ya hemos descrito posee más desventajas que ventajas o tal vez, lo mejor fuere debido a la dispersión del control, la formulación de una OPA, en términos de seguridad y por qué no, bajo esas circunstancias, el menos costoso. Todo ello bajo un supuesto en el que los dispositivos legales no obliguen a optar por alguno de los mecanismos mencionados.

2.4. La Prima de Control

Se define a la prima de control como el sobreprecio que paga el oferente por la compra de control de una sociedad anónima abierta cotizada. No es difícil imaginarnos que ante la posibilidad de poder adquirir no sólo participación, sino participación que signifique ejercer control en la sociedad, éste tendrá un sobreprecio.

Alguna parte de la doctrina, consideró a este elemento como indispensable que aparezca para que se origine la obligación de realizar una OPA. Nosotros consideramos que ello no es así, el hacerlo de esa manera traería como consecuencia que se desplieguen recursos a fin de que se pueda configurar la obligación. Somos de la opinión que la prima de control es una característica implícita que existe en todo proceso de toma de control. Es fácil imaginarse que tanto oferente e inversionista son conscientes de los que están comprando y vendiendo, respectivamente. No sólo se venden acciones, sino que se venden agrupadas de una manera tal que se le da al comprador el control de una sociedad, dándole la posibilidad de cambiar aspectos sustanciales de dicha sociedad, tal y como lo hemos venido señalando líneas atrás. Por ello, es fácil concluir que si bien existe, no es un elemento que tenga que dejar constancia para que se pueda activar la obligación de realizar una OPA.

En ese sentido, permítasenos discrepar con el artículo 2º³⁰ del Reglamento de OPAs, donde de manera expresa nos dice que la OPA busca garantizar que todos los accionistas puedan participar en la prima que se pueda ofrecer. Esta disposición puede conllevar claramente a confusiones ya que de la redacción final se admite la posibilidad de que en un procedimiento de OPA puede no existir la prima de control. En ese caso, no tendría sentido la realización de la OPA, puesto que no se podría cumplir su propósito.

No debemos de confundir con las *acciones con prima*, en el marco de suscripción de acciones, a las cuales se les suele conceptuar como el desembolso suplementario que en algunos casos se exige para participar en la suscripción de cada acción que emite la sociedad, con un monto adicional al aporte de capital representado en el valor nominal de las acciones³¹. En el mismo sentido, ocurre cuando se habla de la prima de emisión, que es un desembolso que se exige al suscribir acciones por un *quantum* que rebasa su valor a la par. Podríamos afirmar en principio que es la figura inversa a la colocación de la acción con pérdida. En términos de la LGS una prima de

³⁰ **Artículo 2 º.- Propósito de la OPA**

La OPA tiene como propósito garantizar que, cuando se produzca una adquisición o incremento de participación significativa, todos los accionistas puedan participar en la prima que con tal motivo se pueda ofrecer.

³¹ MONTAYA MANFREDI, Ulises, *et. al.*, *Derecho Comercial*, t. I, 11ª ed., Lima: Grijley, 2004, p. 199.

capital es la suma que se obtenga en la colocación de acciones sobre su valor nominal, de conformidad con el artículo 85° de dicho dispositivo.

2.5. ¿Existe el elemento material propiamente dicho?

Parte de la doctrina hace referencia a un elemento material que difiere del elemento finalista en un procedimiento de OPA. En tal sentido, Sala I Andrés, considera que el elemento material de un procedimiento OPA sólo encuadra a la adquisición que se hace de las acciones o valores que se computarán a fin de saber si se ha logrado o no adquirir participación significativa³². Mientras que el elemento finalista, encuadra el alcanzar una participación significativa e intención de ejercer los derechos de voto.

Nosotros hemos decidido establecer el procedimiento de la OPA, teniendo en cuenta, sólo tres elementos, siendo éstos, el elemento subjetivo activo, el elemento subjetivo pasivo y el elemento finalista. En este último, hemos considerado que lo que se busca no es la mera adquisición de acciones o de valores, sino que lo que se busca alcanzar es la participación significativa de la cual habla nuestra LMV y el Reglamento que norma al procedimiento OPA. En ese sentido, consideramos que la mera adquisición es tan solo el medio para alcanzar el fin que es el lograr tener el control de la sociedad o la participación significativa de la cual hablan nuestra LMV y el REGLAMENTO DE OPAs y por lo tanto, no debería de estudiarse de manera aislada.

3. El Procedimiento de las OPAs

3.1. Primera Etapa: Inicio de la OPA por el oferente

El procedimiento de la OPA, incluyéndose en ésta a la OPA obligatoria y a la OPA voluntaria, inicia su vigencia al día siguiente de haber sido comunicada la oferta inicial a la sociedad objetivo, a CONASEV, ahora SMV, y a la bolsa donde se encuentren listados los valores de la sociedad objetivo. La norma no nos dice que debe ser en simultáneo, sino que su vigencia estará supeditada a que a las tres entidades se les dé aviso. Por lo que, si alguna de ellas faltase, aunque se haya entregado a las dos no podría tener vigencia dicha oferta desde el día siguiente.

³² Cabe indicar que Sala I Andrés, redactó su obra "*Las OPAs obligatorias ordinarias*" en el año 2000, antes de la modificación que se hiciese a su Real Decreto 1197/1991, por lo que se refiere en toda su obra a la "participación significativa", cuando ya se habla de "participación de control".

El REGLAMENTO DE OPAs establece que de manera conjunta con la presentación de la oferta se debe acompañar a ésta los siguientes documentos:

- a. Prospecto Informativo de la oferta, conteniendo la información detallada con respecto al ofertante (tales como el nombre, DNI, domicilio, información sobre si pertenece a un Grupo Económico, relación de los valores de la sociedad objetivo, valores emitidos por el ofertante de propiedad de la sociedad objetivo, acuerdos entre el ofertante y los miembros del órgano de administración de la sociedad objetivo, acuerdos entre el ofertante y los titulares de las acciones, etc.) y a la oferta (denominación y domicilio de la sociedad objetivo, valores a los que se extiende la oferta, contraprestación ofrecida por los valores, si se trata de contraprestación en dinero se indicará la moneda en la que se efectuará el pago, el número máximo de valores que el ofertante se compromete a adquirir, las garantías vigentes durante todo el plazo de la oferta, entre otras.).

Cabe indicar que, este Prospecto Informativo al que hacemos referencia, el ofertante deberá ponerlo a disposición de los interesados, de forma gratuita, en las oficinas de la sociedad agente a través de la cual actuará, durante toda la vigencia de la OPA. Asimismo, la SMV y la Bolsa respectiva deberán poner a disposición de los interesados toda la información que se indica en el artículo 12 del Reglamento³³, durante toda la vigencia de la OPA.

- b. Documentos que acrediten la garantía de la oferta.
- c. Autorizaciones administrativas que, en su caso, requiera la adquisición.
- d. Aviso a publicarse, conteniendo la información que se detalla en el Anexo III³⁴ del Reglamento.

³³ **“Artículo 12°.- Inicio de la OPA y documentación a presentar**

La OPA, incluyendo la OPA voluntaria prevista en el artículo 11 de este Reglamento, inicia su vigencia al día siguiente de haber sido comunicada la oferta inicial a la sociedad objetivo, a SMV y a la bolsa donde se encuentren listados los valores de la sociedad objetivo. Tal comunicación deberá ser acompañada de los siguientes documentos:

- a) Prospecto Informativo de la oferta, conteniendo la información detallada en el Anexo II.
- b) Documentos que acrediten la garantía de la oferta.
- c) Autorizaciones administrativas que, en su caso, requiera la adquisición.
- d) Aviso a publicarse, conteniendo la información detallada en el Anexo III.
- e) Cuando se actúe a través de representantes, documentos que acrediten las facultades y poderes de quien o quienes actúen en tal calidad.”

³⁴ **“Anexo III**

Contenido del aviso para la realización de la OPA

- a. Identificación del o de los ofertantes;
- b. Nombre de la sociedad agente por cuyo conducto se realiza la oferta;
- c. Nombre de la sociedad objetivo;

- e. Cuando se actúe a través de representantes, documentos que acrediten las facultades y poderes de quien o quienes actúen en tal calidad.

3.2. Segunda Etapa: Publicación de aviso de la OPA

El REGLAMENTO DE OPAs nos indica que el aviso al cual hicimos referencia deberá ser publicado por la respectiva bolsa en su boletín diario durante toda la vigencia de la OPA. Asimismo, dicho aviso deberá ser publicado por el ofertante, por una sola vez, en el diario oficial El Peruano y en otro de mayor circulación del lugar de domicilio de la sociedad objetivo dentro de los dos días de iniciada la vigencia de la OPA.

3.3. Tercera y Cuarta Etapa: Suspensión de la negociación bursátil de los valores afectados por la OPA y la limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada

El primer efecto que produce -de una manera automática- a la presentación de la solicitud de autorización de una OPA consiste en la suspensión de la negociación bursátil de los valores afectados por parte de la SMV. Aunado a este efecto, esta etapa se caracteriza también por imponer fuertes limitaciones a la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA. Esta limitación adquiere todo sentido en el marco de las OPAs hostiles por cuanto limita la capacidad defensiva de la sociedad afectada, incrementando en la misma proporción las posibilidades de éxito del oferente.

La limitación se extiende temporalmente desde la publicación de la suspensión de la negociación hasta la publicación del resultado de la OPA. Durante este período, los administradores de la sociedad afectada están vinculados por dos tipos de deberes:

-
- d. Clase de valores, cantidad mínima y máxima que se propone adquirir, así como el porcentaje que una y otra representan del capital social;
 - e. Precio que se ofrece pagar por cada uno de los valores a adquirir, el cual debe expresar, cuando la contraprestación consiste en dinero, la moneda y, en su caso, el tipo de cambio;
 - f. Cuando la contraprestación consiste total o parcialmente en valores, descripción de los valores que se entregarán en intercambio así como la relación de canje respecto de cada uno de los valores a adquirir, indicando el número y fecha de la resolución de inscripción del valor en el Registro;
 - g. Plazo de liquidación, modalidad de pago y forma en que se garantiza;
 - h. Plazo de la oferta, indicando fecha y hora límites;
 - i. Indicación de los lugares en que el prospecto y la documentación relativa a la oferta se encuentra a disposición del público interesado; e,
 - j. Indicación de que la información y documentación de la oferta puede ser observada por SMV durante los 5 primeros días de rueda posteriores a su presentación.”

- a) Un deber positivo o de acción en el sentido de “hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios”.
- b) Un deber negativo o de omisión en el sentido de abstenerse “de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias -de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta”.

3.4. Quinta Etapa: Informe del órgano de administración de la sociedad afectada

Los accionistas de la sociedad afectada, potenciales aceptantes de la OPA, deberán disponer de un caudal informativo suficiente sobre la desinversión que se les propone. De allí que nuestro REGLAMENTO DE OPAs, disponga que dentro de los siete días de iniciada la vigencia de la OPA o de la presentación de una oferta competidora, el Directorio, o el máximo órgano de administración de la sociedad objetivo, deberá emitir un informe fundamentado indicando las ventajas y desventajas de aceptar la OPA formulada, detallando sus observaciones a favor o en contra, así como:

- a) La información relativa a la existencia de algún acuerdo entre el ofertante y la sociedad objetivo y/o los miembros de sus órganos de administración y/o los accionistas de la sociedad objetivo.
- b) La información proporcionada por los miembros del Directorio, el Gerente General o los principales ejecutivos de la sociedad objetivo, que pudiera implicar la existencia de cualquier conflicto de interés, actual o potencial, que pudieran tener respecto de la oferta.
- c) Las observaciones o reparos, y su respectivo sustento que hubiere formulado cualquier director, respecto de las ventajas y desventajas de aceptar la OPA.
- d) Cualquier otra información que sea de conocimiento del Directorio y que sea relevante para la decisión a ser adoptada por los destinatarios de la oferta.

Este informe deberá ser firmado por el Presidente del Directorio o, cuando corresponda, por el Gerente General y será puesto en conocimiento de la SMV y de la Bolsa respectiva para su divulgación conforme a lo señalado en el último párrafo del artículo precedente sin perjuicio de otras formas de difusión que la sociedad objetivo considere convenientes.

3.5. Sexta Etapa: Observaciones efectuadas a la OPA por la SMV

La SMV tiene la potestad de poder observar la información remitida por el ofertante dentro de los cinco días de presentada, si ella no se ajusta a lo previsto en la normativa aplicable. El ofertante tiene un plazo de subsanación de tres días contados a partir del día siguiente al de comunicación de las observaciones.

De subsanarse las observaciones formuladas dentro del plazo previsto, el ofertante publicará un aviso corregido en los mismos medios que se indica en el artículo 13³⁵ y sustituirá el prospecto informativo, poniéndolo a disposición de todos los interesados en los mismos lugares de distribución de la versión original.

Vencido el plazo de subsanación sin que se hayan subsanado las observaciones formuladas, la SMV podrá declarar la invalidez de la oferta. En tal circunstancia, se publicará y difundirá la declaración de invalidez por cuenta del ofertante y por los mismos medios que la oferta invalidada.

Asimismo, es de resaltar también que la SMV cuenta con la potestad de suspender o anular la vigencia de la OPA, mediante resolución fundamentada, en cualquier momento cuando:

- a) Se detecte la existencia de información falsa, inexacta o insuficiente.
- b) Se efectúen prácticas o actividades que afecten la transparencia del mercado o el interés de los inversionistas.

Durante la suspensión de la vigencia de la OPA, la SMV podrá requerir al ofertante o a terceros cualquier otra información que considere relevante para el inversionista respecto de la decisión de vender o no sus valores. El ofertante deberá difundir al mercado la información adicional que le solicite la SMV en los mismos términos indicados en el artículo 12° del REGLAMENTO DE OPAs. La suspensión deberá ser comunicada a la bolsa para su inmediata difusión al mercado.

³⁵ **“Artículo 13°.- Publicación de aviso de la OPA**

El aviso previsto en el inciso d) del artículo 12 deberá ser publicado por la respectiva bolsa en su boletín diario durante toda la vigencia de la OPA. Asimismo, dicho aviso deberá ser publicado por el ofertante, por una sola vez, en el diario oficial El Peruano y en otro de mayor circulación del lugar de domicilio de la sociedad objetivo dentro de los dos días de iniciada la vigencia de la OPA.”

3.6. Séptima Etapa: Vigencia de la OPA

Tras la publicación de los anuncios indicados, se abrirá el plazo de aceptación de la OPA, el cual fijará el oferente, que en ningún caso podrá ser menor de veinte días. Dicha vigencia concluirá a la hora de cierre de la rueda de bolsa del último día de su vigencia, ello en correspondencia con el artículo 18° del REGLAMENTO DE OPAs³⁶.

El plazo de vigencia de la OPA podrá ser prorrogado por el ofertante, hasta cuatro días antes de la culminación de la OPA siempre que no se hayan presentado ofertas competidoras. Sin embargo, el REGLAMENTO DE OPAs nos dice que dicha prórroga se efectuará por una sola vez y hasta por un plazo similar al informado al mercado. El plazo se cuenta a partir de la fecha de vencimiento de la oferta original.

Además, el REGLAMENTO DE OPAs nos habla de que en un caso de OPA posterior, la vigencia de dicha oferta no deberá ser menor a veinte días ni mayor a cuarenta días de rueda, y la contraprestación que se ofrezca deberá ser efectuada cuando menos en los mismos términos y condiciones de la operación o operaciones que la precedieron. Con respecto a este último punto, debemos indicar que es una de las recientes modificaciones que se hizo al REGLAMENTO DE OPAs³⁷ ya que antes sólo se hacía referencia a que la vigencia de dicha oferta no debería ser mayor a cuarenta días de rueda..

En legislación española el plazo de vigencia es dentro de un mínimo de un mes y un máximo de dos meses pudiendo dicho oferente prorrogar el plazo inicialmente previsto siempre que no sobrepase el límite máximo de los dos meses.

3.7. Octava Etapa: Contraprestaciones de la OPAs

En cuanto a la forma, su contraprestación deberá asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias.

³⁶ “**Artículo 18°.- Vigencia de la OPA**

El plazo de vigencia de las OPAs previas será el que establece el ofertante pero en ningún caso podrá ser menor de veinte días. La vigencia de la OPA concluirá a la hora de cierre de la rueda de bolsa del último día de su vigencia.”

³⁷ Dicho artículo fue modificado por el Artículo modificado por el Artículo 1 de la Resolución CONASEV N° 020-2006-EF-94.10, publicada el 01 mayo 2006; vigente a partir del 03 de mayo de 2006.

En cuanto al objeto, el oferente tiene en principio, libertad para ofrecer como contraprestación dinero, valores o ambas cosas a la vez. Nuestro ordenamiento, en específico en el Reglamento ofrece la posibilidad para que a todos los destinatarios de la oferta se les pueda ofrecer dinero, valores o una combinación de ambos. En efecto, lo único que se establece como requisito es que la contraprestación que se ofrezca sea cualitativa y cuantitativamente igual para todos los destinatarios de la oferta.

La única precisión que hace el REGLAMENTO DE OPAs, cuando se trata de valores ofrecidos en contraprestación es que éstos deben estar previamente inscritos en el RPMV.

Cabe indicar que muchos ordenamientos utilizan este método, es decir, el dar la posibilidad de que existan tres tipos de contraprestaciones, pudiendo ser: dinero, valores o una combinación de ambos³⁸.

4. Garantías en los procedimientos de OPAs

La garantía tal y como es enunciada en nuestro REGLAMENTO DE OPAs, se deberá constituir o presentar a favor de la sociedad agente que el oferente hubiera elegido. La garantía tiene como fin asegurar el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la OPA. El tipo de garantía que ha de constituir el oferente dependerá del tipo de contraprestación ofrecida. En ese sentido, podemos distinguir tres hipótesis:

- a. Primera, la contraprestación en dinero, por la cual, según nuestro Reglamento, la garantía deberá constituirse por el monto total de la oferta y puede ser dinero, mediante su entrega en custodia u otro medio que garantice su inmediata disponibilidad, a través de una carta fianza u otra forma de garantía solidaria de realización inmediata, incondicional irrevocable y sin beneficio de excusión, otorgada de acuerdo con las disposiciones de la LGSF, y sus normas reglamentarias.
- b. Segundo, cuando la contraprestación sea ofrecida en valores, se deben de acreditar su libre disponibilidad por el monto total de la oferta y su afectación al

³⁸ TAPIA HERMIDA, *Derecho del Mercado de Valores*, pp. 256-257.

resultado de la oferta mediante el bloqueo en la cuenta matriz de la sociedad agente de bolsa respectiva u otro medio que garantice tal disponibilidad.

- c. Tercero, cuando la contraprestación consiste en valores a ser emitidos por la sociedad objetivo o por el ofertante, el valor total de la oferta debe ser garantizado en la forma y los términos indicados para garantizar las contraprestaciones en dinero.

Bajo la normatividad española, podemos encontrar de igual forma que las garantías pueden darse bajo tres hipótesis, cuando la contraprestación sea en dinero, cuando la contraprestación sea en valores y cuando la contraprestación sea mixta. Esta última opción difiere de nuestro REGLAMENTO DE OPAs, pues este último no lo contempla. En ese sentido, el ordenamiento español cuando se ofrecen en contraprestación dinero y valores emitidos o por emitir, las garantías se han de corresponder con cada tipo de contraprestación.

5. Irrevocabilidad de las OPAs

Tanto la oferta inicial como las ofertas competidoras que pudieran presentarse tienen carácter irrevocable. Es decir, una vez que algún adquirente lanza una oferta no hay posibilidad de que luego pueda retractarse de ella, de conformidad con el artículo 70º de la LMV.

No obstante, al existir la posibilidad de que haya ofertas competidoras, el ofertante inicial corre el riesgo de que alguien mejore su oferta inicial. Ante esta situación, el REGLAMENTO DE OPAs ha previsto que el ofertante puede mejorar su oferta, se haya presentado o no una oferta competidora. Sin embargo, esta mejora sólo puede realizarse dentro del mismo plazo máximo establecido para la presentación de ofertas competidoras.

6. Ofertas Competidoras en un procedimiento de OPA

El REGLAMENTO DE OPAs considera oferta competidora aquella que tiene como propósito adquirir o incrementar la participación significativa del ofertante en una sociedad objetivo respecto de la cual existe una OPA vigente.

Las ofertas competidoras se someten a las mismas disposiciones relativas a la oferta inicial y sólo pueden ser presentadas dentro de los diez días de iniciada la vigencia de la OPA. Cabe indicar, que la oferta competidora no desplaza a la oferta inicial ni a las ofertas competidoras que puedan haberse presentado antes de ella. Todas las ofertas realizadas coexisten pudiendo los inversionistas optar por cualquiera de ellas en cualquier momento durante la vigencia de la OPA.

De esta manera bien hace, Tapia Hermida cuando dice que la presentación de una OPA competidora produce 4 efectos típicos sobre la OPA inicial: 1° Permite revocar las declaraciones de aceptación de las OPAs anteriores realizadas, 2° Prorroga el plazo de aceptación de las OPAs anteriores hasta la expiración del plazo de aceptación de la OPA competidora formulada en último lugar, 3° Permite a los oferentes anteriores desistir de las OPAs formuladas, 4° Permite al oferente inicial (únicamente) modificar las condiciones de su OPA³⁹.

7. La Aceptación y Adjudicación de la OPA

Los artículos 26° y 27° del REGLAMENTO DE OPAs se tratan de la aceptación y adjudicación de la OPA a prorrata.

Con respecto a la aceptación de la misma, diremos que las declaraciones de aceptación de la oferta se realizan a través de cualquier sociedad agente y podrán ser revocadas en cualquier momento durante la vigencia de la OPA. Aquí, nótese que por parte del accionista sí existe un derecho de revocación y ello es lógico ya que al aceptar ofertas competidoras, existe la posibilidad de que la oferta inicial mejore. Por lo tanto, en caso de que un accionista ya hubiere aceptado la oferta inicial y surja una oferta que la mejore, ya sea por parte de otro oferente o del mismo (es decir, que la mejore), podrá revocar su aceptación.

El artículo 27° del REGLAMENTO DE OPAs nos indica que cuando el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación supera el límite máximo de la oferta, la adjudicación se realizará a prorrata entre todos los aceptantes,

³⁹ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *Derecho del Mercado de Valores*, p. 263.

en proporción al número de valores comprendidos en cada aceptación. En este caso, el ofertante puede adquirir parcial o totalmente los valores que exceden dicho límite.

8. Resultado negativo de la oferta y declaración de aceptación en exceso

La oferta queda sin efecto por no existir aceptaciones o no alcanzar éstas el número mínimo de valores al que se ha condicionado. En este último caso, las declaraciones de aceptación a dicha oferta quedan sin efecto, salvo que el ofertante decida voluntariamente adquirir el íntegro de los valores cuyos titulares hubieran aceptado la oferta. Para tal efecto la sociedad agente de bolsa del ofertante difundirá a través de los mecanismos de difusión de la Bolsa, la decisión de adquirir tales valores, el día que finalice la vigencia de la oferta. El titular que decida vender sus valores informará su decisión a su sociedad agente la que deberá comunicarse con la sociedad agente de bolsa del ofertante dentro del día siguiente de divulgada la decisión de adquisición del ofertante. Todo ello en correspondencia con el artículo 28° del Reglamento.

9. Transferencia de valores y publicación del resultado de la OPA

Transcurrido el plazo de aceptación de la OPA el Director de la Rueda de Bolsa deberá adjudicar la o las operaciones dentro del siguiente día. La operación de compraventa de valores inscritos en bolsa resultante de la OPA debe registrarse como operación en Rueda de Bolsa sin establecer cotización. La operación de compraventa de valores no inscritos en bolsa se ejecuta de acuerdo a su naturaleza y en la forma establecida en el prospecto. La bolsa deberá comunicar a CONASEV, ahora SMV, en la fecha de operación, el resultado de la oferta y publicarlo en el Boletín Diario al día siguiente de su adjudicación.

10. Liquidación de la OPA

La liquidación de la OPA que ha alcanzado resultado positivo se realiza siguiendo el régimen aplicable a las operaciones en rueda.

11. Sanciones establecidas ante el incumplimiento de la obligación de realizar una OPA

Preciso es mencionar las consecuencias que se generan ante un eventual incumplimiento de la obligación de realizar una OPA. En tal sentido, mediante la Ley

Nº 29720, se modificó el artículo 72º de la LMV, la cual establecía sanciones a distintas situaciones. De esta manera:

- a) Quien adquiriera o incremente su participación significativa, sea que se trate de una adquisición directa o indirecta, actuando de manera individual o conjunta, sea que actúen o no de manera concertada sin observar el procedimiento respectivo, queda suspendido por mérito del pronunciamiento de la SMV en el ejercicio de los derechos políticos inherentes a las acciones adquiridas y obligado a su venta en los términos y plazos que determine la SMV mediante norma de carácter general.
- b) Mientras dure la suspensión de los valores indicados, los mismos no se computan para el *quórum*.

Siendo que la parte subrayada por nosotros es sobre la cual se ha llevado a cabo la última modificación, debemos indicar nuestra conformidad con tal medida. En tal sentido, la primera modificación a la que se hace mención se refiere a las dos formas de adquisición, siendo éstas las adquisición directa o indirecta, la cual ya revisamos anteriormente; mientras que la segunda modificación, se centra en la forma cómo puede llevarse a cabo la adquisición e incremento de participación significativa, es decir de manera individual o conjunta. La consecuencia de adquirir sin observar el procedimiento que se indica en la LMV, sigue siendo la suspensión del ejercicio de los derechos políticos, no obstante, con la última modificación esta suspensión opera de manera distinta. Ahora lo hace con un pronunciamiento de la SVM y la obligación que establece la venta de dichos valores mediante oferta pública ya no se encuentran sujetos a un plazo de 02 meses para realizarse, sino que también se hará en los plazos y términos que señale la SMV.

Sin perjuicio de lo anterior, la SMV podrá excepcionalmente determinar, la suspensión de los derechos inherentes a las acciones que tuviese de manera previa a la adquisición o incremento de participación significativa dicho adquirente, así como determinar que dicha tenencia previa no se computa para efectos del *quórum*.

En caso de obtener una ganancia de capital como producto de la venta de las acciones adquiridas. Debe entregarla a los accionistas que le transfirieron tales valores. Es nulo todo acuerdo adoptado por los órganos de la sociedad cuando para la adopción de los mismos o para la elección de los miembros de dichos órganos se ha ejercido la

representación de acciones adquiridas con prescindencia de la obligación de realizar una oferta pública de adquisición, así como todo acto de disposición que se efectúe con tales valores. La nulidad a la que se hace referencia opera de pleno derecho por el mérito de la resolución del órgano competente de la SMV que se pronuncie sobre la infracción de las normas que regulan las ofertas públicas de adquisición.

Asimismo, la SMV sigue teniendo la facultada de poder sustituir, a solicitud de parte y siempre que sea más beneficioso para el mercado, la obligación de venta por la de una OPA dirigida al cien por ciento del capital social. En este caso, la OPA debe formularse por el mayor precio pagado por las acciones adquiridas indebidamente o enfoque determine una entidad valorizadora de acuerdo con lo que establezca la SMV mediante norma de carácter general, el que resulte mayor, y siempre que cumpla de manera previa con el pago del íntegro de la multa por infringir las normas de OPA.

Asimismo, de existir un diferencial positivo entre el precio de la OPA y el precio al que transfirieron las acciones que se adquirieron de manera indebida, el oferente deberá realizar el pago de dicho diferencial.

Lo dispuesto en el inciso a) del artículo 72° es de aplicación en lo pertinente a los casos de incumplimiento de la obligación de efectuar una OPA cuando se trate de supuestos distintos de la adquisición de acciones a que se refiere el primer párrafo.

El inciso b) del artículo 72° de la LMV, nos dice que la SMV no excluye el valor del registro si previamente no se ha efectuado la oferta pública de compra a que se refiere el artículo 69° de la LMV.

Finalmente la Ley N° 29720, introduce una figura ante situaciones recurrentes en el procedimiento de la OPA. De esta manera establece que la interposición de una acción contencioso-administrativa no impide la ejecución de lo dispuesto por la SMV, salvo que, mediante una medida cautelar judicial motivada se disponga lo contrario y siempre que, en tal caso, se hubiera otorgado como contra cautela una garantía suficiente en efectivo, póliza de caución o carta fianza bancaria por el equivalente al cincuenta por ciento del monto de la OPA que debió realizarse, de acuerdo con los criterios que la SMV determine mediante norma de carácter general. No es admisible la

caución juratoria como contra cautela ni ninguna otra distinta a las enunciadas anteriormente.

12. Análisis de los procedimientos de OPA llevadas a cabo durante el Periodo 2006-2010

12.1. Número de procedimientos de OPAs efectuadas durante el Periodo 2006-2010

Los procedimientos de OPAs llevadas a cabo durante el periodo enero de 2006 a diciembre de 2010 han sido en total 34. Tal y como podemos apreciarlo en el Gráfico N° 1, los años 2006 y 2008 son aquellos donde se han registrado el mayor número de tomas de control a sociedades anónimas abiertas cotizadas, por medio de una OPA, siendo éstos de un número total de 10 procedimientos. Mientras que el año 2009 es el que registra un número mínimo de tomas de control en el periodo analizado, toda vez que se desarrolló en este año, sólo un procedimiento de OPA.

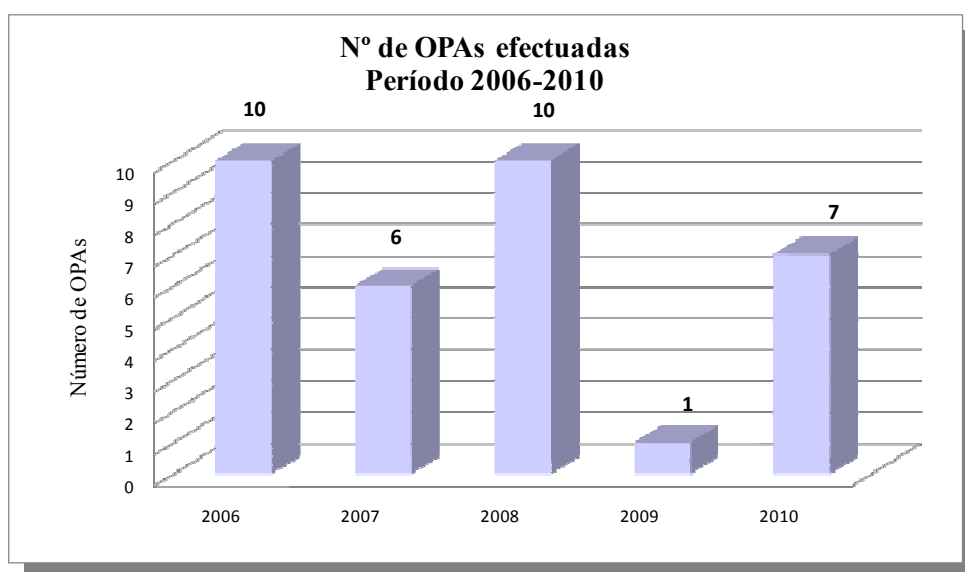


Gráfico N° 1: Número de procedimientos de OPAs durante el Periodo 2006-2010

En el año 2006, destaca el hecho de que 8 de los 10 procedimientos de OPA, 6 fueron realizados teniendo como oferente a Racetrack Peru LLC, sobre sociedades objetivos tales como Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A., Compañía Cervecera del Sur del Perú S.A., Cervecería San Juan S.A.A., Industrias del Envase S.A., Vidrios Planos del Perú S.A. e Inmobiliaria Pariachi S.A.

Durante el año 2007, de los 6 procedimientos que se registraron, 2 fueron teniendo como oferente a Corporación Azucarera del Perú S.A. y como sociedades objetivo Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A. y Empresa Agrícola Sintuco S.A.

Un procedimiento que también llama la atención es el procedimiento de OPA lanzado por Corporación Azucarera del Perú S.A. hacia la sociedad objetivo a Empresa Agrícola Sintuco S.A., toda vez que es el procedimiento que más tiempo ha durado, 65 días, durante todo el periodo bajo análisis.

Durante el año 2008, 10 procedimientos de OPA se llevaron a cabo, dos oferentes participaron como tales en dos ocasiones, éstos fueron Generalima S.A.C. y Farragut Holdings Inc. Generalima S.A.C. tuvo como sociedades objetivos a Edelnor S.A.A. y Edegel S.A.A., mientras que Farragut Holdings Inc. tuvo como sociedades objetivos a Inversiones Pacasmayo S.A. en las dos ocasiones, resultando exitosas en cada una de ellas.

El año 2009, sólo reportó un procedimiento de OPA, donde participaron Minera Milpo S.A.A. como oferente y Compañía Minera Atacocha S.A.A. como sociedad objetivo. Este procedimiento duró un total de 25 días.

Finalmente, durante el año 2010, el procedimiento de OPA que causó más interés público de los 7 procedimientos realizados, fue el procedimiento donde actuó como oferente, Río Pativilca S.A. y como sociedad objetivo, Empresa Agraria Azucarera Andahuasi S.A.A.

12.2. Estado de los procedimientos de OPAs llevadas a cabo durante el Periodo 2006-2010

En el Gráfico N° 2, podemos apreciar el estado en el que culminaron los 35 procedimientos de OPA llevados a cabo durante el Periodo 2006-2010. En tal sentido, encontramos que 6 procedimientos fueron declarados desiertos y 28 procesos exitosos, es decir, durante el periodo analizado el 79% de los procesos fueron llevados a cabo de manera exitosa y sólo un 21% fue declarado desierto.

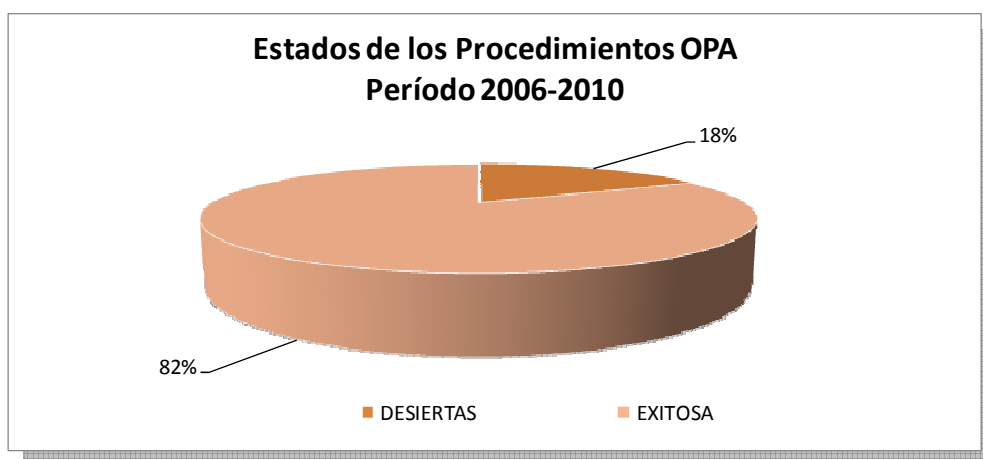


Gráfico N° 2: Resultado de los procedimientos de OPAs durante el Periodo 2006-2010

En el año 2006, 2008 y 2009 el 100% de los procesos fueron exitosos. Mientras que en el año 2007, 4 procedimientos de los 6 realizados fueron declarados desiertos, es decir, el 67% fueron desiertos.

Finalmente, en el año 2010, de los 7 procedimientos llevados a cabo, 5 de ellos fueron exitosos y 2 fueron declarados desiertos. Los que fueron declarados desiertos fueron los procedimientos donde actuaron como oferentes Corporación Azucarera del Perú S.A. y Grupo Arias y otros, sobre las sociedades objetivos Empresa Agrícola Sintuco S.A. y Compañía Minera Poderosa S.A., respectivamente.

12.3. Montos negociados en los procedimientos de OPAs efectuadas durante el Periodo 2006-2010

Finalmente, en el Gráfico N° 3, podemos observar los montos que se negociaron en forma total por cada año. De esta manera, tenemos que en el año 2006, producto de las tomas de control el monto ascendió a S/. 134,174,551.41 Nuevos Soles. Mientras que en el año 2007, el monto ascendió a S/. 76,242,960.88 Nuevos Soles.

No obstante, el año 2008 es el que obtiene el más alto pico de los montos negociados durante el periodo analizado, es así que en este año se logra negociar en los 10 procedimientos de OPAs un total de 1,553,157,204.06 Nuevos Soles. En el otro extremo se encuentra el año 2009, donde el monto negociado es el más bajo que se registra en el periodo estudiado, tan es así que durante su único procedimiento de OPA logró negociar S/. 563.98 Nuevos Soles.

Finalmente, durante el año 2010, con sólo 7 procedimientos se logró un buen monto de negociación, ascendiendo éste a S/. 1,330,208,161.31 Nuevos Soles, bastante parecido con el resultado que se tuvo en el año 2008. No obstante, no debemos dejar de notar que durante el año 2008 se realizaron 10 procedimientos OPA, mientras que en el 2010, sólo 7 procedimientos.

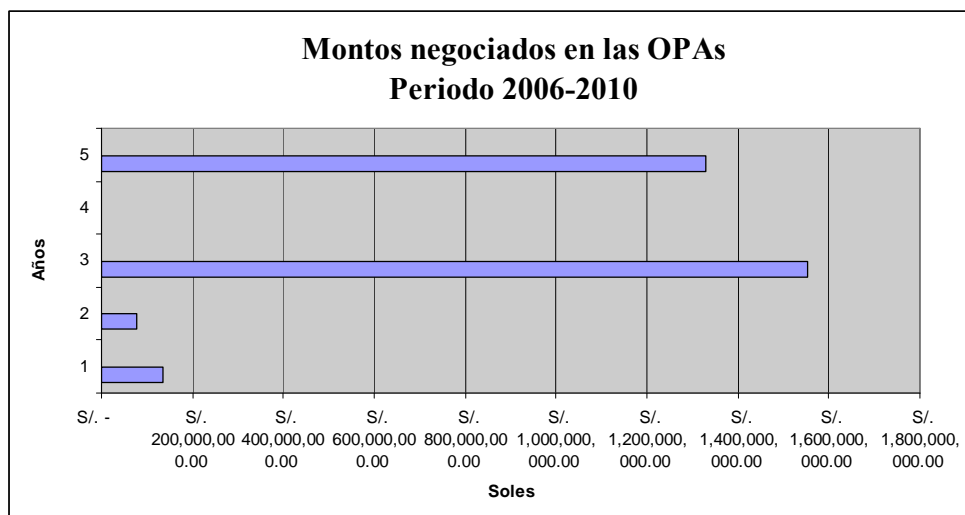


Gráfico N° 3: Montos negociados de los procedimientos de OPAs durante el periodo 2006-2010

CAPÍTULO VIII

EL TRATAMIENTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICION EN LOS PAÍSES INTEGRANTES DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA)

1. Introducción

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) es considerado actualmente, un proceso que constituye un primer paso en la búsqueda de la integración de los mercados financieros en América Latina. En ese contexto, conocer cómo es la legislación, con respecto a las OPAs en cada uno de ellos es oportuno, puesto que nos ayudará a analizar y hacer un balance de los *pros* y *contras* de nuestra legislación, comparar si nuestro sistema de OPA es eficiente en relación a los procedimientos que se utilizan en éstos o si deben mejorarse a fin de que los inversionistas vean en nuestro mercado uno realmente eficiente y confiable, lo cual redundará en beneficios no sólo para los intervinientes de un proceso determinado, sino para todos los actores que participen en el mismo y para la sociedad en general.

Remitiéndonos a datos objetivos, en el 2010, el coeficiente del volumen negociado en acciones respecto al PBI fue de aproximadamente 5%, mientras que nuestros socios del MILA, Colombia y Chile, registraron coeficientes del 8% y 24%, respectivamente. Si bien Brasil no forma parte del MILA, es interesante saber que ostenta un coeficiente del 45%.

Otro punto objetivo, es que en el año 2010, mientras que en el Perú se realizó sólo una oferta pública primaria de acciones (correspondiente a Pesquera Exalmar S.A¹) y un aproximado de seis colocaciones primarias privadas de acciones que cotizan

¹ El 4 de noviembre de 2010, y luego de tres años desde la última colocación primaria de acciones, se realizó la colocación local e internacional de las acciones comunes de Pesquera Exalmar S.A. La IPO realizada por Exalmar, fue una operación bastante interesante toda vez que se realizaron bajo dos ofertas simultáneas: (i) la oferta pública primaria de 57'500.000 nuevas acciones comunes; y, (ii) la oferta pública de venta de uno de sus accionistas, el cual mantenía el 22.71% del accionariado. Esta operación, logró colocar 71'889,667 acciones a un precio de PEN 4.75, de los cuales asignó el 100% de la colocación primaria, es decir, colocó las 57'500,000 acciones nuevas y el resto, 14'389,667 acciones, correspondió a la oferta pública de venta del accionista quien ofrecía parte de sus acciones, por lo que el accionista realizador de la OPV aún mantiene participación en la empresa. Véase KANASHIRO SHINZATO, Luis Enrique, "Oferta Pública Primaria de Acciones: Conociendo el IPO de Pesquera Exalmar". En: *Capitales Revistas de Procapitales*, N° 31, 2011, p. 12. Cabe indicar en esta parte, que en comparación a otras regulaciones, en nuestro país existían limitaciones con respecto a la inmediata transmisibilidad en la BVL de los "*certificados de suscripción*", ya que a éste se le regulaba indicando que podían *transferirse libremente sujetos a las reglas que regulan la cesión de derechos*, de acuerdo al último párrafo del artículo 87° de la LGS, por lo que no se permitía su negociación en un mecanismo centralizado. Esta situación era distinta en otras regulaciones donde, las suscripciones que se hacían sí se podían negociar una vez materializadas en algún título valor. En tal sentido, consideramos que fue importante el papel que jugó la Resolución CONASEV N° 089-2009-EF-94.01.1, la cual interpretó puntos del artículo 87° y 59° de la LGS. En primer lugar se interpretó que: "*En los casos de constitución o aumento de capital por oferta a terceros, los certificados a que se refiere el artículo 59° podrán transferirse libremente sujetos a las reglas que regulan la cesión de derechos*". La interpretación que se

en la BVL, éstas cifras resultan muy poco en comparación a las cifras que manejan nuestros socios.

le ha hecho es en el sentido de liberar de las mencionadas reglas de cesión de derechos a la transferencia de las constancias de suscripción y/o los certificados provisionales objeto de oferta pública, pues en estos casos -refiere la Resolución citada- existe suficiente información sobre los riesgos que involucra la adquisición de un valor y, en consecuencia, los inversionistas tienen la posibilidad de incorporar al precio del valor toda la información que resulte relevante. Desde mi punto de vista, considero que lo ideal hubiese sido modificar la ley y haberle puesto la denominación correcta que le corresponde al título valor del cual hablamos. Sin embargo, también entiendo que es difícil lograr una modificación de ley en tan poco tiempo. En ese sentido, y ya en un análisis de fondo considero que la denominación de “*certificado provisional de acciones*” pudo haber sido utilizado tanto para nombrar a un certificado el cual exprese que en un futuro próximo existirán las acciones en sí, sea bajo una constitución de la sociedad de forma simultánea o por oferta a terceros. Sin embargo, esa no parece ser la *ratio legis* del artículo 87°, toda vez que en su segundo párrafo cuando pudo hacer nuevamente referencia al certificado provisional de acciones del cual habló en el primer párrafo, no lo hizo y sólo dijo: “*En los casos de constitución o aumento de capital por oferta a terceros, los certificados a que se refiere el artículo 59° (...)*”. Ello hasta cierto punto entendible ya que cuando se habla de un certificado provisional de acciones (bajo la modalidad de constitución simultánea) éste para ser tal sólo debe cumplir los siguientes requisitos: cumplir con lo dispuesto en el primer y segundo párrafos del artículo 84°, el estatuto lo permita. Además deben dejarse expresamente la indicación de que se encuentra pendiente la inscripción de la sociedad y que en caso de transferencia, el cedente responde solidariamente con todos los cedentes que lo preceden por las obligaciones que pudiera tener, en su calidad de accionista y conforme a ley, el titular original de los certificados frente a la sociedad, otros accionistas o terceros. Como podemos ver los requisitos apuntan a dar mayor protección al inversionista que desea transmitir sus acciones. Sin embargo, en el caso de los “*certificados de suscripción de acciones*” del cual habla el artículo 59°, ya nuestra LGS establecía las características que tendría este instrumento, equiparable y salvando las distancias con el certificado provisional de acciones. En tal sentido, considero que no hubo necesidad de que la Resolución CONASEV creara un valor mobiliario que represente dichos certificados de suscripción, tal como fue la creación de las “*constancias de suscripción*”, no había motivo suficiente para hacerlo. Incluso algunos autores le reconocían un carácter negociable. Así encontramos: “*En la misma LGS se hace referencia a otros supuestos en los cuales se incorporan derechos de ciertos títulos, a los cuales dicha ley les reconoce un carácter negociable, como por ejemplo el recibo por suscripción de aportes en la constitución de la sociedad por oferta a terceros, o en el caso del aporte por aumento de capital, tratados en la LGS en los artículos 59° y 210°. En ambos casos la ley les confiere carácter negociable, no habiendo sido regulados en forma expresa por la Ley de Títulos Valores, sin embargo, no se le puede quitar dicha naturaleza por propia consecuencia otorgada por la Ley General de Sociedades al admitir que son títulos de carácter negociable*” En: MONTTOYA MANFREDI, Ulises, *et al.*, *Comentarios a la Ley de Títulos Valores*, 7^{ma} edición. Lima: Grijley, 2005, pp. 910-911. Sin embargo, era cuestión de opción legislativa y mediante el artículo 1° de la Resolución CONASEV, se consideró apropiado representar los certificados de participación mediante un valor mobiliario al que denominó “*constancias de suscripción*” con la única diferencia de nuestro ya regulado “*certificado de suscripción de acciones*” en el hecho de que acortó requisitos tales como: 1. Denominación del emisor; 2. Número de acciones y clase y 3. Valor nominal. Considero que, si bien es cierto es difícil lograr la modificación de la LGS, no se tuvo que recurrir a que bajo una Resolución se pueda modificar o “*cambiar la interpretación*” de un artículo, se cree un título valor y se decremente características a uno ya existente. Cuestión de política legislativa con la que no estuvimos de acuerdo en su momento. Ahora sobre el mismo tema y a propósito de la dación de la Ley N° 29720, en el artículo 1° se habla de certificados de acciones para aumentos de capital, lo cual ya es otro tema, pero se encuentra en una Ley y no en la LGS, su lugar natural. Por otro lado, en esta misma Resolución CONASEV, se modificó la Tercera Disposición Final del Reglamento de Fecha de Corte, Registro y Entrega, la cual establecía que las constancias de suscripción de acciones y los certificados no podrían ser negociados en ningún mecanismo centralizado de negociación, salvo que sean emitidos como consecuencia de una oferta pública primaria de acciones. El registro y la negociación de estas constancias y certificados deberá permitir diferenciarlos de las demás acciones emitidas por la sociedad en tanto no sean fungibles con ellas, esto en correspondencia con el artículo 255.1 de nuestra LTV, el cual nos dice que “*(...) Los valores pertenecientes a una misma emisión o clase que no sean fungibles entre sí, deben estar agrupados en series. Los valores pertenecientes a una misma serie deben ser fungibles. (...)*”

Finalmente, con respecto al tema regulatorio legal, en el cual vamos a ahondar es el hecho que con respecto a la regulación practicada por nuestros socios, ésta incide en la regulación y autorregulación, ésta última, la cual está más desarrollada que en nuestro país.

2. Regulación de las OPAs bajo el régimen jurídico colombiano

El régimen jurídico colombiano se caracteriza en primera instancia por tener una legislación unificada. En efecto, bajo el Decreto N° 2555 de 2010, expedido el 15 de julio de 2010 se dictó el Decreto Único para el Sector Financiero, Asegurador y del Mercado de Valores, el cual recoge todas las normas de los mencionados sectores creando un dispositivo legal que consta de más de 800 páginas.

En el título 2 de este documento se encuentra a la Oferta Pública de Adquisición que establece en su artículo 6.15.2.1.1, el cual se encuentra bajo la sumilla de *Obligatoriedad de adquirir a través de una oferta pública de adquisición*, que toda persona o grupo de personas que conformen un mismo beneficiario real, directamente o por interpuesta persona, sólo podrá convertirse en beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores, adquiriendo los valores con las cuales se llegue a dicho porcentaje a través de una oferta pública de adquisición conforme a lo establecido en dicho Decreto.

De igual forma, toda persona o grupo de personas que sea beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de la sociedad, sólo podrá incrementar dicha participación en un porcentaje superior al cinco por ciento (5%), a través de una oferta pública de adquisición conforme a lo establecido en el presente decreto.

Los párrafos precedentes nos dan una idea del tipo de regulación que en Colombia se tiene de las OPAs. En tal sentido, podemos indicar que se encuentran, como en nuestra regulación, elementos subjetivos, tanto activos como pasivos y el elemento finalista. Es decir, que existe una configuración similar a la nuestra con respecto al presupuesto de hecho que hace activar la obligatoriedad del procedimiento de la OPA.

2.1. El elemento subjetivo activo en el procedimiento de la OPA colombiana

Con respecto al sujeto activo, el Decreto colombiano hace referencia a éste como *toda persona o grupo de personas*, no haciendo distinciones entre personas naturales y/o jurídicas, sino más bien agrupándolas bajo el término *beneficiario real*. Consideramos que la legislación colombiana lo hace de esta manera, puesto que tiene como fin procurar conocer al beneficiario último, no importando por medio de quien actúe. Por medio de este mecanismo, supera el problema de las adquisiciones indirectas, y/o de las actuaciones en concierto que pueden presentarse.

2.2. El elemento subjetivo pasivo en el procedimiento de la OPA colombiana

El sujeto pasivo, al igual que en nuestra regulación, en la legislación colombiana es referido como la sociedad cuyas acciones se encuentran inscritas en bolsa de valores. Es decir, el mismo caso de una sociedad anónima abierta cotizada que en nuestro medio. No obstante, debemos dejar señalado que, si bien es cierto, hacemos mención a la sociedad anónima abierta cotizada, en realidad, de manera específica, nos estamos refiriendo a los accionistas e inversionistas que la conforman, puesto que a ellos se dirigirá la oferta y elegirán aceptarla o no.

2.3. El elemento finalista en el procedimiento de la OPA colombiana

El elemento finalista se dibuja en los dos primeros párrafos mencionados y al igual que nuestra regulación, se tiene un umbral del 25%. Es decir, que la obligación de realizar una OPA en Colombia también obedece al mismo porcentaje que tenemos nosotros. Sin embargo, en Colombia no le dan la denominación de participación significativa, sino de simplemente “*participación*”.

Según nuestro REGLAMENTO DE OPAs, los umbrales, después del 25% sobre los cuales se activa la obligación de realizar una OPA se tratan del 50% y 60% de participación sobre el capital social. No obstante, en Colombia, la situación cambia, toda vez que uno sea *beneficiario real* de una participación igual o superior al 25% del capital con derecho a voto de la sociedad, sólo se podrá incrementar dicha participación en un porcentaje superior al 5%, a través de una OPA. Definitivamente esta última disposición, dista radicalmente de nuestra regulación, haciendo que la normatividad

colombiana se configure como una muy rigurosa en los procesos de tomas de control, ya que hace que la norma en realidad nos coloque frente a la situación de establecer más umbrales, que serían del 30%, 35%, 40%, 45% etc. puesto que cada vez que quiera obtener el 5% más que la participación que se ostenta -una vez que se ha logrado tener el 25% del capital social- se está obligado a presentar una OPA.

Otro punto del cual es preciso referirnos con respecto al elemento finalista es cuando se habla del capital con derecho a voto, al cual, el Decreto colombiano, define como aquel conformado por acciones en circulación con derecho a voto, valores convertibles en acciones con derecho a voto o que den derecho a su suscripción, valores o derechos cuyo subyacente sean acciones con derecho a voto y títulos representativos de acciones con derecho a voto.

Como podemos darnos cuenta, esta definición dista también de lo que en nuestro REGLAMENTO DE OPAS se define como capital social. Haciendo la comparación, somos de la idea de que la definición colombiana, es buena pero le falta precisión igual que a la nuestra. Consideramos que el lado positivo se da en la expresión valores convertibles en *acciones con derecho a voto o que den derecho a su suscripción*, dejando un amplio margen de actuación a los títulos valores y no sigue nuestra técnica cuando decido enunciar algunos títulos valores, tales como el certificado de suscripción preferente. Además es bastante ilustrativo cuando nos dice el Decreto colombiano que “para la determinación de los porcentajes señalados en este artículo, se tendrá en cuenta el número de acciones con derecho a voto a que tendría derecho el titular de los valores, si se convirtieran en ese momento en acciones con derecho a voto”.

Otro punto dentro de este elemento que se menciona es el referido a la exclusión de la realización de una OPA, cuando se presente un evento, como el de donación o de adjudicación por sucesión, dos casos que tratamos ampliamente líneas atrás, sobre los cuales no estábamos de acuerdo en que exista una exención de la realización de una OPA *ex ante*, sino más bien luego de realizada una análisis de los mismos y la SMV logre concluir que en efecto, no se produce ningún perjuicio a los accionistas en general. El Decreto colombiano, en el párrafo del artículo 6.15.2.1.2. nos dice que para los casos que se refieran a la donación, adjudicación por sucesión, adjudicación

por orden judicial, por liquidación de persona jurídica, entre otros, se deberá informar a la Superintendencia Financiera de Colombia, de conformidad con las disposiciones sobre información relevante, -hechos de importancia en nuestro medio- la afectación de la posición del beneficiario real como resultado de los actos o hechos mencionados en el presente artículo, sin perjuicio de la información que se deba reportar a la Superintendencia Financiera de Colombia para la realización de los mismos.

2.4. Procedimiento de la OPA colombiana

El procedimiento de OPA colombiana se inicia cuando el oferente solicita la autorización de la operación a la Superintendencia Financiera de Colombia, anexando documentos similares a los solicitados en nuestro país, como por ejemplo, el cuadernillo de oferta, que en nuestro caso sería el prospecto informativo, el proyecto de aviso de oferta, autorizaciones de órganos competentes del oferente, certificado de existencia y representación legal del oferente, entre otros. Uno que tiene interés es el referido a la manifestación que tiene que realizar el oferente sobre la inexistencia de acuerdos relacionados con la operación, diferentes a los contenidos en el cuadernillo de oferta, bajo la gravedad del juramento, el cual se considerará prestado por la presentación de la solicitud de autorización.

Una vez que el oferente disponga la información sobre la OPA, esta entidad comunicará tal hecho a la Bolsa de Valores para que suspenda la cotización bursátil de los títulos objeto de la oferta. Esta suspensión queda sin efecto al día siguiente a la fecha de publicación del aviso de oferta.

El plazo con el que cuenta una realización de OPA no debe ser inferior a los 10 días hábiles, ni superior a treinta días hábiles contados a partir de la fecha en la cual se inicie el plazo para la recepción de las aceptaciones.

Con respecto al pago de los valores que se ofrece comprar puede ser realizado en moneda legal colombiana, en divisas, de conformidad con lo previsto en el régimen cambiario, o en valores.

Finalmente, indicar que el ordenamiento colombiano también considera a las ofertas competidoras. No obstante, ésta debe reunir:

1. Quien formule la oferta competidora no podrá conformar un mismo beneficiario real con el oferente precedente.
2. El primer aviso de oferta deberá ser publicado a más tardar dos (2) días hábiles antes del vencimiento del plazo para la recepción de las aceptaciones de la oferta precedente. El plazo para la recepción de aceptaciones de la oferta competidora empieza a contarse a partir del día siguiente a la fecha de publicación del primer aviso.
3. La oferta competidora no podrá realizarse por un número de valores y un precio inferior al de la oferta precedente.
4. La oferta competidora deberá ser mejor que la oferta precedente. Se entiende que la oferta competidora es mejor que la oferta precedente cuando:
 - a. El precio de la contraprestación ofrecida sea superior en al menos un cinco por ciento (5%) al de la oferta precedente.
 - b. El número de valores que se pretende adquirir sea superior en al menos un cinco por ciento (5%) con respecto al de aquella.
 - c. Siendo el precio de la contraprestación ofrecida y el número de valores que se pretende adquirir igual a los de la oferta precedente, el número mínimo de valores a que se condiciona la oferta sea inferior al de la oferta precedente.
5. Si la oferta precedente ha previsto como contraprestación valores, la oferta competidora podrá presentar como contraprestación dinero o valores. Si la oferta precedente ha previsto como contraprestación dinero, la oferta competidora sólo podrá ofrecer dinero como contraprestación.
6. Si la oferta precedente ha establecido el pago de contado, la oferta competidora deberá establecer la misma forma de pago. Si la oferta precedente ha establecido el pago a plazo, la competidora debe establecer el pago en el mismo plazo o en un plazo menor.

Asimismo, haremos mención a que el Decreto Único colombiano trata acerca de las adquisiciones indirectas o sobrevivientes, y nos dice que cuando como consecuencia de un proceso de fusión -independientemente del lugar donde se realice y aún en el evento en que estén involucradas sociedades cuyas acciones no se encuentren inscritas en la bolsa de valores- cualquier beneficiario real adquiera o incremente su participación en el capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en la bolsa de valores en los porcentajes que obligan a realizar una

OPA, deberá seguirse el procedimiento de una OPA *a posteriori*. En tal sentido, el adquirente deberá formular una OPA, dentro de los tres meses siguientes a la fecha en que se perfeccione la fusión, por una cantidad de valores igual a la adquirida en el mencionado proceso, en los términos previstos en el Decreto Único colombiano.

Frente al supuesto expuesto, existe sólo una excepción por la cual no será obligatoria la formulación de la OPA y se da cuando dentro de los tres meses siguientes a la fecha en que se perfeccione la fusión, se enajene el exceso de participación sobre los porcentajes señalados en el artículo 6.15.2.1.1 del presente decreto, adquirido con el proceso de fusión, mediante OPV, lo cual deberá de ser acreditado ante la Superintendencia Financiera de Colombia dentro de los diez (10) días hábiles siguientes a la enajenación.

Otro punto de interés es aquel referido a las OPAs voluntarias. De acuerdo al Decreto Único colombiano pueden formularse una OPA sobre valores inscritos en bolsa de valores. Dichas OPAs deberán ser autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia y tendrá que dirigirse a todos los titulares de dichos valores, quedando sujeta a las mismas reglas y procedimientos que se establecen para las OPAs obligatorias, excepto las obligaciones del emisor de los valores afectados con la OPA del artículo 6.15.2.1.19². del Decreto Único colombiano.

² **Artículo 6.15.2.1.19 (Artículo 1.2.5.23. Resolución 400 de 1995 Subrogado por el Decreto 1941 de 2006, art. 1) Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición.**

A partir de la publicación de suspensión de la negociación de los valores objeto de la oferta pública de adquisición y hasta la publicación del resultado de la oferta, el emisor de los valores afectados con la oferta deberá abstenerse de realizar los siguientes actos, salvo cuando se trate de ejecutar decisiones tomadas previamente por los órganos sociales competentes:

1. La emisión de acciones o valores convertibles.
2. Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados con la oferta cuando la puedan perturbar.
3. Enajenar, gravar o realizar cualquier tipo de acto que implique una disposición definitiva de cualquier bien o conjunto de bienes que representen un porcentaje igual o superior al cinco por ciento (5%) del total del activo del emisor, así como arrendar inmuebles u otros bienes que perturben el normal desarrollo de la oferta.
4. Realizar operaciones que tengan por objeto o por efecto generar una variación sustancial en el precio de los valores objeto de la oferta.
5. Cualquier otro acto que no sea propio del giro ordinario de los negocios de la sociedad o que tenga por objeto o efecto perturbar la oferta.

En el evento en que la sociedad afectada con la oferta haga parte de una situación de subordinación o de un grupo empresarial, o conforme con otras personas un mismo beneficiario real, las demás personas vinculadas por la situación de subordinación o grupo empresarial y los integrantes de dicho beneficiario real, deberán abstenerse de efectuar, directa o indirectamente, operaciones que puedan perturbar la oferta.

3. Regulación de las OPAs bajo el régimen jurídico chileno

Bajo la Ley 19.705, el 20 de diciembre del año 2000 se publicó en el Diario Oficial la Ley que “Regula las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) y establece Régimen de Gobiernos Corporativos”. Dicha reforma contempla los lineamientos centrales para los procesos de tomas de control, adoptando para ello el mecanismo de OPAs. Y de esta manera con la inserción del Título XXV, se agregaron los artículos que regirían a la OPA chilena.

La OPA chilena se define como una oferta de compra de acciones de sociedades anónimas registradas que hagan oferta pública de dichas acciones o valores convertibles en ellas. Y al igual que la OPA peruana o colombiana, ésta ofrece a los accionistas de las sociedades adquirir sus títulos en condiciones que permitan al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad en un plazo determinado.

3.1. El elemento subjetivo activo en el procedimiento de la OPA chilena

El sujeto activo en un procedimiento de OPA chilena se configura como la persona natural y/o jurídica que desea alcanzar el control de una sociedad anónima registrada que haga oferta pública de dichas acciones o valores convertibles en ellas.

Asimismo, se hace sujeto activo de un procedimiento de OPA cuando una determinada operación lleve a un sujeto a alcanzar dos tercios de la propiedad accionaria. El establecimiento del umbral de dos tercios de la propiedad se fundamenta en que, una vez superado dicho porcentaje, el controlador no sólo puede elegir a la mayoría del directorio y adoptar resoluciones que requieran mayoría absoluta (sobre 50%) de los votos, si no que también adoptar resoluciones con quórum calificado (sobre dos tercios de los votos). Una vez superado dicho umbral no existe la posibilidad de que una decisión del controlador, sujeta a la ley, pueda ser desafiada por los accionistas por medio de votación en junta de accionistas o en el directorio.

Una segunda razón de la existencia del umbral de dos tercios de las acciones, se refiere a la reducción de la liquidez de la acción en el mercados secundario. Efectivamente, con un bajo porcentaje de la propiedad que puede ser transable, se puede producir un castigo al valor de la acción producto de la dificultad para adquirir o enajenar este instrumento dentro de un plazo y a un precio razonable.

Como lo establece el artículo 69 ter de la LSA, el controlador debe llevar a cabo una OPA cuando alcance o supere los dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto de la sociedad. Sin embargo, dicho artículo también contempla el derecho a retiro en forma supletoria frente al incumplimiento de dicha disposición y con el fin de resguardar a los accionistas minoritarios.

3.2. El elemento subjetivo pasivo en el procedimiento de la OPA chilena

El sujeto pasivo, al que nosotros hemos denominado de esta manera, tampoco dista de las definiciones normales que hacemos. En ese sentido, se denominará sujeto pasivo a la sociedad anónima que cotiche sus acciones en la Bolsa de Valores.

3.3. El elemento finalista en el procedimiento de la OPA chilena

El requerimiento de la OPA, se da en el sentido de que se establecen tres circunstancias bajo las que se deberían llevar a cabo una OPA:

1. Toda vez que la adquisición permita un cambio de control de la sociedad (artículo 199, letra a) LMV chilena).
2. Cuando una determinada operación lleve al controlador a alcanzar dos tercios de la propiedad accionaria, éste debe llevar a cabo una OPA para adquirir el remanente de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 69 ter de la Ley del Sociedades Anónimas (artículo 199, letra b) LMV chilena).
3. Cuando se pretende adquirir el control de una sociedad que tiene a su vez el control de otra que haga oferta pública de sus acciones, y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado, deberá efectuar previamente una OPA por esta última (artículo 199, letra c) LMV chilena).

La ley chilena exceptúa de la obligación de hacer OPA a las operaciones que cumplan con alguna de las siguientes condiciones (artículo 199 LMV):

1. Las adquisiciones provenientes de un aumento de capital, que por el número de ellas permita a quien las adquiera, obtener el control de una sociedad.

2. Cuando la oferta de adquisición involucre un precio “no sustancialmente superior al del mercado” y el pago se haga en dinero en efectivo y se trate de una acción con presencia bursátil³.
3. Las que se produzcan como consecuencia de una fusión;
4. Adquisiciones por causa de muerte.
5. Enajenaciones forzadas del controlador de la sociedad.

3.4. Procedimiento de la OPA chilena

El procedimiento de la OPA chilena empieza con respecto a los términos de la información a proporcionar a los accionistas, en la cual la normativa establece la exigencia de publicar un aviso el día anterior al inicio de la OPA y presentar un prospecto de OPA que incluya la identificación y antecedentes financieros del oferente, la información de su controlador, relaciones previas entre la sociedad y el oferente, el objetivo de la OPA y el plan de negocios pretendido, las características de la OPA tales como el precio y el periodo de aceptación de acciones y el procedimiento de aceptación de la oferta.

Con respecto a la duración, sobre ésta se estipula que la oferta deberá mantenerse vigente durante 20 días como mínimo y 30 días como máximo. Al igual que en nuestra normativa y la normativa colombiana, en Chile se dispone que las ofertas que se efectúen son irrevocables, no obstante, la aceptación de la oferta es retractable, total o parcialmente.

3.5. Situación anterior a la Ley 19.705 chilena

La situación a la Ley que “Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs) y establece Régimen de Gobiernos Corporativos” tuvo como característica principal las tomas de control anteriores al año 2001, era que en la gran mayoría de los casos, el oferente negociaba independientemente con el controlador de la sociedad. Esto se dio en las grandes tomas de control de aquella época, tales como Entel por parte de *Stet Internacional* quién negoció con Chilquinta (2000) o el emblemático caso de las sociedades Chispas por Endesa España quién negoció con los

³ Una acción con presencia bursátil (alta transacción), de acuerdo a la Norma de Carácter General 103 de la SVS, es aquella que se transa más del 25% de los días, por sobre UF 200, en los últimos 180 días hábiles bursátiles.

ejecutivos accionistas. También se dio con las tomas de control de Cruz Blanca Isapre y A.F.P. Santa María por parte de ING America Insurance Holdings quién negocio el traspaso de la propiedad en los Estados Unidos.

En relación a las OPAs, éstas se llevaban a cabo en Chile antes de la promulgación de la ley. Por ejemplo, el caso Chispas (1997) contempló una negociación privada más la realización de una OPA. De hecho, diversas tomas de control incluyeron la realización de OPAs en alguna parte del proceso. Sin embargo, los procedimientos utilizados con anterioridad al año 2001, diferían en una variedad de aspectos. En ciertas ocasiones, cuando se llevaron a cabo OPAs, éstas no empleaban el criterio de prorrateo, sino que de orden de llegada (Banco de Santiago por grupo Luksic). Algunas OPAs omitían cierta información, tal como el objetivo de ésta en cuanto al porcentaje de propiedad que se buscaba adquirir. Los períodos durante los cuales se aceptaban ofertas diferían, y en ocasiones eran excesivamente cortos (Banco Santiago). No eran incluidos todos los accionistas (Banco Santiago no incluyó a tenedores de ADR). Asimismo, se hicieron OPAs por las sociedades matrices en lugar de las filiales, con el fin de tomar el control de esta última (Campos Chilenos en vez de Iansa por Ebro).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Libros:

1. ALONSO ESPINOSA, Francisco José, *Mercado primario de valores negociables. Un estudio en torno al R.D. 291/1992, de 27 de marzo*, Barcelona: José María Bosch Editor, S.A., 1994.
2. ARIAS-SCHREIBER PEZET, Max, *Exégesis del Código Civil Peruano de 1984*, t. I, 2^{da} ed., Lima: Gaceta Jurídica, 2000.
3. ARIAS-SCHREIBER PEZET, Max, *Exégesis del Código Civil Peruano de 1984*, t. II, 3^{ra} ed., Lima: Gaceta Jurídica, 2000.
4. ASCARELLI, Tullio, *Derecho Mercantil*, México: Distribuidores Porrúa Hnos. y Cía., 1940.
5. ASCARELLI, Tullio, *Panorama del Derecho Comercial*, Buenos Aires: Editorial DePalma, 1949.
6. BA THANH, Ngo, *La Sociedad Anónima Familiar ante la Ley Española de 1951*, Barcelona: Editorial Hispano Europea, 1963.
7. BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo, *Comentarios a la nueva Ley General de Sociedades*, 3^{ra} ed. Lima: Gaceta Jurídica, 2002.
8. BRUNETTI, Antonio, *Tratado del Derecho de las Sociedades*, t. I, Buenos Aires: Uteha Argentina, 1960.
9. BULLARD GONZÁLEZ, Alfredo, *Derecho y Economía. Análisis económico de las instituciones legales*. Lima: Palestra Editores, 2003.
10. CABANELLAS DE LAS CUEVAS, Guillermo, *Derecho Societario. Parte General*, Buenos Aires: Editorial Heliasta S.R.L., 1993.
11. CASTELLARES AGUILAR, Rolando, *et. al., El ABC del Mercado de Capitales*, Lima: Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financiero, 1998.
12. CHÚ RUBIO, Manuel, *Fundamentos de Finanzas. Un enfoque peruano*, 6^{ta} ed. Lima: Kemocorp Internacional, 2008.
13. CÓRDOVA BELTRÁN, Flor de María (Coord.). *et. al., Derecho de Sociedades y Gobierno Corporativo*, Lima: Grijley, 2008.
14. ELÍAS LAROZA, Enrique, *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades*, Trujillo: Editora Normas Legales, 1999.

15. ESCOBAR SÁNCHEZ, Ricardo y GUTIÉRREZ MOLINA, Isabel (eds.), *El Mercado de Valores Peruano*. Lima: Muñiz, Forsyth, Ramírez, Pérez-Taiman & Luna-Victoria abogados, 2002.
16. ESPINOZA ESPINOZA, Juan, *Los Principios contenidos en el Título Preliminar del Código Civil Peruano de 1984*, Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, 2003.
17. FERRERO COSTA, Raúl (comp.), *et. al., Teoría del Estado. Materiales de Enseñanza*. Lima: Universidad Nacional Mayor de San Marcos Fondo Editorial, 2003.
18. FERRERO COSTA, Raúl (comp.), *et. al., Derecho Constitucional General. Materiales de Enseñanza*. Lima: Universidad Nacional Mayor de San Marcos Fondo Editorial, 2004.
19. GALGANO, Francesco, *Derecho Comercial El Empresario*, Volumen I, Bogotá: Colombia, 1999.
20. GALGANO, Francesco, *Derecho Comercial Las Sociedades*, Volumen I, Bogotá: Colombia, 1999.
21. GARCÍA DE ENTERRÍA, Elías, *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)* Madrid: Civitas Ediciones S.L., 2002.
22. GARRIGUES, Joaquín, *Nuevos Hechos, Nuevo Derecho de Sociedades Anónimas*, Madrid: Civitas Ediciones S.L., 1998.
23. GONZÁLES, Gerardo M. y ZEA, Vanessa (eds.), *et. al., Manual del Mercado de Capitales 2008*. Lima: Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales, 2008.
24. HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo, *Manual de Derecho Societario*, Lima: Grijley, 2009.
25. HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo (coord.), *et. al., Tratado de Derecho Mercantil*, t. I, Lima: Gaceta Jurídica, 2005.
26. IBAÑEZ JIMÉNEZ, Javier W., *La Contratación en el Mercado de Valores*, Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., 2001.
27. JENNINGS, R. W., MARSH, H. y COFFEE, J.C., *Securities Regulation. Cases and Materials*, 7th ed., New York: The Foundation Press, Inc., 1992.
28. LANCASTER, Kelvin, *Economía moderna I*, t. I, trad. de Antonio Ruiz Díaz y José Vergara. Madrid: Alianza Editorial, 1977.

29. LANCASTER, Kelvin, *Economía moderna 2*, t. II. trad. de Antonio Ruiz Díaz y José Vergara. Madrid: Alianza Editorial, 1977.
30. MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan (ed.), *et. al.*, *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Madrid: Mc. Graw-Hill/Interamericana de España S.A. 1993.
31. MONTOYA ALBERTI, Hernando (coord.), *et. al.*, *Tratado de Derecho Mercantil. Títulos Valores*, t. II. Lima: Gaceta Jurídica, 2004.
32. MONTOYA MANFREDI, Ulises, *et. al.*, *Comentarios a la Ley de Títulos Valores*, 7^{ma} ed., Lima: Grijley, 2005.
33. MONTOYA MANFREDI, Ulises, *et. al.*, *Derecho Comercial*, t. I, 11^{ra} ed., Lima: Grijley, 2004.
34. MONTOYA MANFREDI, Ulises, *et. al.*, *Derecho Comercial*, t. III, Lima: Grijley, 2006.
35. MORÓN URBINA, Juan Carlos, *Comentarios a la Ley del Procedimiento Administrativo General*, 7^{ma} ed. Lima: Gaceta Jurídica, 2008.
36. PERALES VISCASILLAS, María del Pilar, *El derecho de separación del socio en las sociedades de capital*, Madrid: Editorial La Ley, 2001.
37. RODRÍGUEZ DOMÍNGUEZ, Elvito A., *Manual de Derecho Procesal Constitucional*, 3^{ra} ed., Lima: Grijley, 2006.
38. SALA I ANDRÉS, Anna Maria, *Las O.P.A.s Obligatorias Ordinarias*. Barcelona: José María Bosch Editor, 2000.
39. SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal, *El Derecho de Suscripción Preferente del Accionista*, Madrid: Editorial Civitas S.A., 1973.
40. SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal, *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Navarra: Editorial Aranzadi S.A., 2008.
41. SÁNCHEZ CALERO, Fernando, *Instituciones de Derecho Mercantil*, 13^{ra} ed. Madrid: Editoriales de Derecho Reunidas, 1988.
42. SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo, *El Mercado de Valores en el Perú*, 2^{da} ed. Lima: Editorial Cuzco S.A., 2002.
43. SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo, *et. al.*, *Estudios sobre el Mercado de Valores*, Lima: Editorial Cuzco S.A., 2000.
44. SUDARSANAM, P. S., *La esencia de las fusiones y adquisiciones*, México: Prentice Hall Hispanoamericana S.A., 1996.

45. TABOADA CÓRDOVA, Lizardo, *Nulidad del Acto Jurídico*, 2^{da} ed., Lima: Grijley, 2002.
46. TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *Derecho del Mercado de Valores*, Barcelona: J. M. Bosch Editor, 2000.
47. TOLA NOSIGLIA, José, *El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú. Teoría General, aplicación práctica y aspectos especiales*. Lima: Mass Comunicación, 1994.
48. TORRES VÁSQUEZ, Aníbal, *Introducción al Derecho. Teoría General del Derecho*, 2^{da} ed., Lima: Idemsa, 2001.
49. TORRES VÁSQUEZ, Aníbal, *Acto Jurídico*, 2^{da} ed., Lima: Idemsa, 2001.
50. URÍA, Rodrigo y MENÉNDEZ, Aurelio, *et. al., Curso de Derecho Mercantil*, Madrid: Editorial Civitas, 2001.
51. URÍA, Rodrigo, *et. al., Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, Madrid: Editorial Civitas S.A., 1994.
52. VALENZUELA GARACH, Fernando, *La información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores*, Madrid: Editorial Civitas S.A., 1993.
53. VIVES RUIZ, Fernando y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, Álvaro, *El derecho de suscripción preferente y su exclusión en las sociedades cotizadas*, Madrid: Editorial La Ley, 2010.
54. WEIGMANN, M. A. y BLANK, M. V., *Take-overs and Mergers*, 5th ed., London: Sweet & Maxwell, 1989.
55. ZÁRATE DEL PINO, Juan Belfor, *Curso de Derecho de Sucesiones*, Lima: Palestra Editores, 1998.

- Artículos:

1. ÁLVAREZ CALDERÓN, Diego y MIRANDA ÑIQUE, Mirella, “¿Innovando el sistema de tomas de control en el mercado de capitales peruano? A propósito del nuevo reglamento de OPA en el Perú, *Ius et Veritas*, N° 32, 2006, pp. 178-192.
2. ARTIEDA ARAMBURÚ, Rafael, “La emisión de obligaciones en el mercado de valores”. En: *Tratado de Derecho Mercantil. Títulos Valores*, t. II, Lima: Gaceta Jurídica, 2004, pp. 771-785.
3. ARRUÑADA, Benito, “Crítica a la regulación de OPAs”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 203-4, 1992, pp. 29-67.
4. BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo, “Las acciones de las sociedades anónimas”. En: *Tratado de Derecho Mercantil. Derecho Societario*, t. I, Lima: Gaceta Jurídica, 2005, pp. 363-412.
5. CACHÓN BLANCO, José Enrique, “Análisis Jurídico de los conceptos de valor negociable e instrumento financiero”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 221, julio-septiembre 1996, pp. 773-832.
6. CANCHARI PALOMINO, Emma y SÁNCHEZ ORTEGA, Daniel, “Entrevista al Doctor Sergio Salinas Rivas: Uso Indevido de Información Privilegiada: El *Insider Trading* en la Legislación Peruana”, *Derecho & Sociedad*, N° 32, 2009, pp. 37-41.
7. CASTELLARES AGUILAR, Rolando, “La emisión de obligaciones en la Legislación Peruana”. En: *Tratado de Derecho Mercantil. Derecho Societario*, t. I, Lima: Gaceta Jurídica, 2005, pp. 843-888.
8. CASTELLARES AGUILAR, Rolando, “La emisión de obligaciones en la Ley General de Sociedades”, *Themis*, N° 40, 2000, pp. 137-142.
9. COFFEE, Jr., John C., “Las fallas del mercado y el argumento económico a favor de un sistema obligatorio de revelación de información”, *Themis*, N° 46, 2003, pp. 195-217.
10. ECHAIZ MORENO, Daniel, “Los grupos de sociedades”, *Actualidad Jurídica*, N° 154, Lima: Gaceta Jurídica, 2006, pp.281-293.
11. EASTERBROOK, Frank H. y FISCHER, Daniel R., “Divulgación obligatoria y la protección a los inversionistas”, *Themis*, N° 46, 2002, pp. 165-193.

12. ESCOBAR ROZAS, Freddy y ALIAGA FARFÁN, Jeanette, “Instrumentos Híbridos en el Patrimonio Efectivo de los Bancos”, *Derecho & Sociedad*, N° 32, 2009, pp. 51-64
13. ESPINOSA CHIROQUE, Sergio, “Regulación financiera en tiempos de crisis: Los retos del entorno o el cambio de paradigma”, *Derecho & Sociedad*, N° 32, 2009, pp. 85-93
14. FERNÁNDEZ CANTO, Javier, *et. al.*, “Las Ofertas Públicas de Adquisición”. En: ESCUDERO PRADO, María Eugenia (dir.), *et. al.*, *Análisis Sectorial del Mercado de Valores*, Coruña: Netbiblo, 2002, pp. 117-143.
15. GIL VÁSQUEZ, Liliana, “Reglamentos de CONASEV dictados al amparo de los Decretos Legislativo 1061 y 1046 aprobados en el marco de las facultades delegadas para implementar el TLC con EEUU-Finalidad de las Reformas”, *Derecho & Sociedad*, N° 32, 2009, pp. 120-126.
16. HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis y FILOMENO RAMÍREZ, Alfredo, “Las Adquisiciones Involuntarias y las Ofertas Públicas de Adquisición”, *Ius et Veritas*, N° 25, noviembre 2002, pp.168-175.
17. HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis y GOTUZZO OLIVA, Gianina, “Responsabilidad del Estructurador en las Ofertas Públicas Primarias de Valores: Limitaciones y *Due Diligence Defense*”, *Themis*, N° 49, 2004.
18. KANASHIRO SHINZATO, Luis Enrique, “Oferta Pública Primaria de Acciones: Conociendo el IPO de Pesquera Exalmar”. En: *Capitales Revistas de Procapitales*, N° 31, 2011, p. 12.
19. MEJORADA CHAUCA, Martín, “Las relaciones jurídicas oponibles a propósito de la propiedad en el Mercado de Valores”, *Themis*, N° 40, 2000, pp. 169-179.
20. PAYET PUCCIO, José Antonio, “Fusiones, adquisiciones y la información en el Mercado de Valores”, *Themis*, N° 54, 2007, pp. 135-175.
21. PAYET PUCCIO, José Antonio, “OPAs hostiles y medidas de protección”, *Ius et veritas*, N° 23, noviembre 2001, pp.107-125.
22. PAYET PUCCIO, José Antonio, “Razones para regular el mercado de valores”, *Themis*, N° 33, 1996, pp. 93-104.
23. PAYET PUCCIO, José Antonio y CASTILLO LOO, Susan, “Integridad y Manipulación en el Mercado de Valores”, *Derecho & Sociedad*, N° 32, 2009, pp. 25-35.

24. PAZ-ARES, Cándido, “El *enforcement* de los pactos parasociales”. En: *Derecho de sociedades y gobierno corporativo*, Lima: Grijley, 2008, pp. 13-56.
25. PAZ-ARES, Cándido, “La ley, el mercado y el gobierno de las sociedades”. En: *Derecho Societario*, Lima: Ediciones Legales, 2011, pp.199-216.
26. PESAQUE MUJICA, Andrés, “Operaciones de Financiamiento en el Perú: Un repaso general a la luz de los principios básicos de las finanzas corporativas”, *Themis*, N° 54, 2007, pp. 7-31.
27. PIAGGIO TORRE TAGLE, Ezio, “La Oferta Pública Primaria de Valores”, *Themis*, N° 40, 2000. pp. 71-84.
28. PICKMANN DIANDERAS, Fernando, “La sociedad anónima abierta en la legislación nacional”. En: *Tratado de Derecho Mercantil. Derecho Societario*, t. I, Lima: Gaceta Jurídica, 2005, pp. 928-949.
29. POSTIGO BAZÁN, Ricardo, “El rol de la OPA en el Gobierno Corporativo. Mitos y Realidades”. En: *Tratado de Derecho Mercantil. Derecho Societario*, t. I, Lima: Gaceta Jurídica, 2005, 951-998.
30. REBAZA, Alberto, “¿Para que te quiero OPA? Sus principios y sus malentendidos, *Themis*, N° 50, 2005, pp. 97-107.
31. RIVERO ZEVALLOS, Carlos, “Avances del Mercado de Valores en el Perú durante la década de los noventas”, *Themis*, N° 40, 2000, pp. 25-35.
32. SALINAS RIVAS, Sergio, “El financiamiento empresarial a través de la emisión de valores: Ventajas, Desventajas y Perspectivas”, *Themis*, N° 37, 1998, pp. 65-83.
33. SALINAS RIVAS, Sergio, “Fondos Mutuos, Información asimétrica y Regulación de mercados: Un enfoque de costos de transacción”, *Themis*, N° 33, 1996, pp. 105-124.
34. SALINAS RIVAS, Sergio, “La Regulación del Mercado Público de Adquisiciones de Control Societario: El tratamiento de las adquisiciones indirectas en el Perú”, *Themis*, N° 40, 2000, pp. 87-100.
35. SALINAS RIVAS, Sergio, “Las acciones sin voto y el desarrollo del mercado de capitales en el Perú”, *Ius Et Veritas*, N° 8, 1994, pp. 109-115.
36. SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo, “La Oferta Pública de Adquisición (OPA)”. En: *Estudios sobre el Mercado de Valores*, Lima: Cultural Cuzco S.A. Editores, 2000, pp. 17-78.

37. SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo, “La Regulación en los Mercados Financieros: Perspectivas”, *Derecho & Sociedad*, N° 32, 2009, pp. 102-119.
38. SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo, “La Regulación en el Mercado de los Valores Mobiliarios”, *Themis*, N° 40, 2000, pp. 37-47.
39. TORRES, Narghis, “Contradicciones y Paradigmas: Repensando la Regulación de las Ofertas Públicas y Privadas a partir del Desarrollo del Concepto de Valor Mobiliario en el Mercado de Valores”, *Derecho & Sociedad*, N° 32, 2009, pp. 42-50
40. TORRES, Narghis, “¿El fin justifica los medios?” Las OPAs hostiles y su regulación”, *Advocatus*, N° 5, 2001, pp. 221-226.
41. VARGAS PIÑA, Julio, “El Mercado de Valores y los Valores Mobiliarios”. En: *Tratado de Derecho Mercantil. Títulos Valores*, t. II, 2004, pp. 831-871.
42. VIDAL RAMÍREZ, Fernando, “El Marco Jurídico del Mercado de Valores”, *Themis*, N° 40, 2000, pp. 17-23.

- Folletos:

1. CAMPA, José Manuel, “El Mercado de Control Corporativo: Una Perspectiva Económica”, IESE Business School-Universidad de Navarra, 2008.
2. IOSCO (Organización Internacional de Reguladores de Valores), “Objetivos y Principios para la regulación de los mercados de valores”, Madrid, 1998.
3. CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores), “Qué debe saber de... Los derechos y responsabilidades del accionista”, Madrid, 2002.
4. BOLSA DE MADRID, “La regulación de OPAs: tema de debate en la Unión Europea y en España”, Madrid, 2002.
5. GIMÉNEZ ZURIAGA, Isabel, “El Gobierno Corporativo, el Control de las Empresas y la Defensa e los Derechos de los Accionistas Minoritario”, *RVEH*, Nº 9-III, 2003.
6. SMV (Superintendencia de Valores y Seguros), “Desarrollo de las tomas de control corporativo en Chile después de la Ley de OPAs”, Santiago de Chile, 2004
7. SÁNCHEZ-CALERO, Juan, “Abogados y sociedades cotizadas (Pequeñas reflexiones ante un gran problema)”, Madrid: Universidad Complutense de Madrid, 2009.
8. SERRA SALVADOR, Vicente y GÓMEZ ALBERO, María Ascensión, “Evolución y distribución sectorial de las fusiones de empresas españolas”, *Boletín Económico de ICE*, Nº 2658, 2000.

CONCLUSIONES

El objetivo general de la presente tesis fue determinar el fundamento de la adopción del modelo de OPA obligatoria en nuestro país, ya que si bien la figura opera en nuestra realidad, ésta no se ha afianzado y, menos aún, internalizado en la misma, lo cual trae como consecuencia tener una figura de OPA inestable y frágil. A continuación las conclusiones a las que arribamos:

1. La principal causa por la que la figura de la OPA se encuentra en dicha situación, es porque parte de la doctrina ha tratado de buscar su fundamento sobre la base de estudios sesgados, de regulaciones sin ánimos de estabilidad, de contextos foráneos y con el ánimo de evitar costos a las operaciones que realizan, anteponiendo dichos intereses, incluso al de los accionistas y/o inversionistas.
2. Para poder establecer el fundamento que tiene la adopción del modelo de OPA obligatoria, es preciso hacer un estudio del tema de control societario, debido a la estrecha relación que guardan entre sí.
3. El tratamiento del *control societario* debiera encontrarse puntualmente en la norma que con mayor generalidad trata a las sociedades en su conjunto, es decir, el tratamiento del control societario debe de regularse en la Ley General de Sociedades. Debe ser un concepto uniforme que tenga vigencia sobre todas las sociedades y no sólo sobre las sociedades anónimas. Además, este concepto que se haga del control societario, debe de ir en concordancia con las regulaciones sectoriales, tales como son las normas emitidas por la SBS y la recientemente creada, SMV. Esto último es de vital importancia, toda vez que los regulados por la SBS y la SMV, son sociedades por lo que sus normas emitidas no pueden constituirse como una *isla*, sino que deben de procurar ser un todo orgánico.

4. La presente tesis propone una modificación al artículo 105° de la LGS, producto de un estudio detenido de las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico aprobada mediante Resolución SBS N° 445-2000 y el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos, aprobada por la Resolución CONASEV N° 090-2005-EF/94.10, así como de la siempre valiosa doctrina. El texto de la propuesta se encuentra contemplado en el numeral 2.4. del capítulo IV.
5. La relación entre el Derecho Societario y el Derecho de Mercado de Valores, debe de ser de estrecha coordinación de manera tal que las iniciativas que se produzcan desde alguno de estos dos ámbitos, puedan tener una debida correlación en el otro y no crear normas que se encuentren aisladas o se tenga que recurrir a interpretaciones que desfiguren una inicial interpretación.
6. La Sociedad Anónima Abierta Cotizada es una modalidad de la Sociedad Anónima Abierta, cuya ventaja principal atiende al hecho de que posee mayores posibilidades de financiamiento que las operaciones de financiamiento tradicionales, especialmente de naturaleza bancaria. Como contraparte cuenta con un plexo de obligaciones y deberes para con sus accionistas y/o inversionistas, entre los que se encuentran deberes de información y transparencia que incide en el tema económico, contable, financiero y de marcha societaria.
7. Por el hecho mismo de que existe la posibilidad de que muchos inversionistas coloquen capital en una inversión privada, ésta se torna de interés público. De ahí, la importancia que exista una entidad que se encargue de su regulación, la que en nuestro caso sería la recientemente creada SMV, Superintendencia de Mercado de Valores, ex-CONASEV.
8. Una toma de control realizada por una Sociedad Anónima Abierta Cotizada cobra relevancia por las características que tiene ésta. Todos los accionistas frente al hecho de saber que existe un tercero dispuesto a obtener el control evaluarán las posibilidades que éste ofrece, contrastarán opciones y finalmente, decidirán vender o no al potencial adquirente. El problema surge cuando el

inversionista no logra enterarse de esta oferta; y por lo tanto, no se vuelve partícipe de aquella toma de control, con todos los perjuicios a nivel económico y social que acarrea ello.

9. Por lo tanto, la OPA se configura como un procedimiento por el cual frente al deseo de un tercero, persona natural o jurídica- por la adquisición de control o un incremento de ésta sobre la sociedad, se les brinda la oportunidad a todos los accionistas y/o inversionistas de participar en dicha oferta
10. La OPA tiene como fundamento principal el estar sustentada en un derecho principal de cualquier accionista y/o inversionista, siendo este el derecho de trato igualitario. Concluimos que no se trata sólo de un derecho que protege a los accionistas minoritarios, sino a todos los accionistas en general.
11. Nuestro país ha pasado por cuatro estadios regulatorios respecto a la OPA, hoy en día la Ley que regula este mecanismo se trata del D. Leg. N° 861 y la Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10.
12. Respecto al supuesto de hecho, consideramos que el concepto de *participación significativa*, debe eliminarse, toda vez que dicho término no es nada más que el *control societario*, el cual debe ser definido adecuadamente para tener un tratamiento completo del mismo y evitar crear definiciones transitorias que no contribuyen a tener un cuerpo de leyes organizado y sistemático.
13. Deben de analizarse cuidadosamente los supuestos por los cuales se producen adquisiciones indirectas, cuidando que no exista una desprotección en los accionistas de sociedades objetivos finales.
14. El procedimiento de OPA debe tender a ser un procedimiento célere y con costos reducidos, a fin de que las sociedades se orienten a realizarlo.
15. El MILA es un proceso de vital importancia para nuestro mercado de valores, ya que constituye un proyecto pionero que busca dar mayor liquidez al mercado que tenemos. En tal sentido, nos exige ponernos a la vanguardia de la

regulación en múltiples aspectos. Entre ellos se encuentran el mecanismo de la OPA. La conclusión a la que hemos podido llegar con respecto a los otros ordenamientos es que el nuestro es bueno, pero puede llegar a ser mejor, sobre todo en el sentido de tener los conceptos claros así como el procedimiento mismo.

RECOMENDACIONES

Algunas recomendaciones a las que hemos arribado producto del estudio que hemos realizado son las siguientes:

1. Crear un marco jurídico adecuado para el desenvolvimiento e incentivo para la creación de las sociedades anónimas abiertas y las sociedades en general. Estamos convencidos que las normas que deseen entrar a regular situaciones específicas así como solucionar los problemas que se presenten, deben ser dados sobre el marco de la regulación existente y no crear nuevas leyes que afectan de manera directa o indirecta a la ya existentes. Consideramos que las normas, sobre todo sectoriales, deben ser debidamente coordinadas con la norma general, tal y como es Ley General de Sociedades, y conexas, a fin de lograr una regulación debidamente sistematizada que otorgue seguridad a los operadores jurídicos.
2. Con respecto a las propuestas que contiene la tesis, incentivar de manera activa la discusión de las mismas a fin de estudiar su viabilidad.
3. Hacer un estudio minucioso, a nivel sectorial, de los términos trascendentales dentro de un procedimiento de OPA obligatoria, en ese sentido, realizar el estudio respectivo de términos como *participación significativa*, *prima de control* y normarlos de una manera tal que tengan una vocación de permanencia.

ANEXOS

Anexo N° 1: Detalle de los procedimientos de OPA efectuadas durante el Periodo 2006

Año	Ofertante	Sociedad Objetivo	Fecha de inicio	Fecha de término	Duración	Valores Negociados	Contraprestación (US\$)	Contraprestación (S/.)	Aceptaciones	Monto	Monto (US\$)	Resultado
2006	Dordogne Holdings Inc.	Austral Group S.A.A.	21-nov-06	19-dic-06	28	Acciones comunes	-.-	0.2673	17,601,195.00	4,704,799.42	1,468,414.30	Exitosa
	Racetrack Peru LLC	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	9-nov-06	6-dic-06	27	Acciones comunes clase "A"	-.-	99.71	19,163.00	1,910,742.73	594,506.14	Exitosa
	Racetrack Peru LLC	Compañía Cervecera del Sur del Perú S.A.	9-nov-06	6-dic-06	27	Acciones comunes	-.-	47.08	40,489.00	1,906,222.12	593,099.60	Exitosa
	Racetrack Peru LLC	Cervecería San Juan S.A.A.	9-nov-06	6-dic-06	27	Acciones comunes	-.-	9.21	10,570,785.00	97,356,929.85	30,291,515.20	Exitosa
	Racetrack Peru LLC	Industrias del Envase S.A.	9-nov-06	6-dic-06	27	Acciones comunes	-.-	11.88	38,839.00	461,407.32	143,561.71	Exitosa
	Racetrack Peru LLC	Vidrios Planos del Perú S.A.	9-nov-06	6-dic-06	27	Acciones comunes clase "A"	-.-	7.4	113,428.00	839,367.20	261,159.68	Exitosa
	Racetrack Peru LLC	Inmobiliaria Pariachi S.A.	9-nov-06	6-dic-06	27	Acciones comunes	-.-	0.51	17,502.00	8,926.02	2,777.23	Exitosa
	Prima AFP S.A.	AFP Unión Vida S.A.	2-nov-06	29-nov-06	27	Acciones comunes	-.-	16.04	343.00	5,501.72	1,707.02	Exitosa
	The Bank of Nova Scotia	Scotiabank Perú S.A.A. (Antes Banco Wiese Sudameris S.A.A.)	23-oct-06	4-dic-06	42	Acciones preferentes	0.6156	-.-	43,800,446.00	26,963,554.56	26,963,554.56	Exitosa
	The Bank of Nova Scotia	Scotiabank Perú S.A.A. (Antes Banco Wiese Sudameris S.A.A.)	23-oct-06	4-dic-06	42	Acciones comunes	-.-	0.0541	316,090.00	17,100.47	5,317.31	Exitosa

Fuente: CONASEV-Dirección de Emisores

Anexo N° 2: Detalle de los procedimientos de OPA efectuadas durante el Periodo 2007

Año	Ofertante	Sociedad Objetivo	Fecha de inicio	Fecha de término	Duración	Valores Negociados	Contraprestación (US\$)	Contraprestación (\$/.)	Aceptaciones	Monto	Monto (US \$)	Resultado
2007	Corporación Azucarera del Perú S.A.	Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.	9-nov-07	6-dic-07	27	Acciones comunes	-.-	25.92	2,826,447.00	73,261,506.24	24,567,909.54	Exitosa
	Corporación Azucarera del Perú S.A.	Empresa Agrícola Sintuco S.A.	18-sep-07	22-nov-07	65	Acciones comunes	-.-	6.34	0.00	0.00	0.00	Desierta
	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Piura S.A.C.	Caja Rural de Ahorro y Crédito de la Región San Martín S.A.A.	31-ago-07	27-sep-07	27	Acciones comunes clase "A"	-.-	2.9245	1,019,475.00	2,981,454.64	818,653.26	Exitosa
	Minera Phelps Dodge del Perú S.A.C.	Sociedad Minera Minera Cerro Verde S.A.A.	2-ago-07	29-ago-07	27	Acciones comunes	14.4	-.-	0.00	0.00	0.00	Desierta
	Corporación Minera San Manuel S.A.	Compañía Minera Poderosa S.A.	4-may-07	31-may-07	27	Acciones comunes	-.-	4.22	0.00	0.00	0.00	Desierta
	Gerdau S.A.	Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	27-mar-07	25-abr-07	29	Acciones comunes	-.-	1.38	0.00	0.00	0.00	Desierta

Fuente: CONASEV-Dirección de Emisores

Anexo N° 3: Detalle de los procedimientos de OPA efectuadas durante el Periodo 2008

Año	Ofertante	Sociedad Objetivo	Fecha de inicio	Fecha de término	Duración	Valores Negociados	Contraprestación (US\$)	Contraprestación (\$/.)	Aceptaciones	Monto	Monto (US \$)	Resultado
2008	JH Holdings S.A.	Profuturo AFP S.A.	7-oct-08	4-nov-08	28	Acciones comunes	.-	11.16	804,614.00	8,979,492.24	2,919,210.74	Exitosa
	Generalima S.A.C.	Edelnor S.A.A.	29-sep-08	31-oct-08	32	Acciones comunes	.-	2.46	153,255,336.00	377,008,126.56	122,009,102.45	Exitosa
	Generalima S.A.C.	Edegel S.A.A.	29-sep-08	27-oct-08	28	Acciones comunes	.-	1.64	545,339,526.00	894,356,822.64	287,759,595.44	Exitosa
	Scotia Perú Holdings S.A.	Scotiabank Perú S.A.A.	8-jul-08	6-ago-08	29	Acciones comunes	21.7994571	.-	9,473,196.00	206,510,529.80	206,510,529.80	Exitosa
	Mapfre América S.A.	Mapfre Perú Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. (fusionada con Latina Seguros y Reaseguros S.A.)	20-jun-08	17-jul-08	27	Acciones comunes	.-	0.68	83,364.00	56,687.52	20,030.93	Exitosa
	Peruvian Opportunity Company S.A.C.	Luz del Sur S.A.A.	14-abr-08	12-may-08	28	Acciones comunes	1.7581	.-	272,805.00	479,618.47	479,618.47	Exitosa
	Votarantim Metais Investimentos Ltda.	Compañía Minera Milpo S.A.A.	27-mar-08	23-abr-08	27	Acciones comunes	3.33	.-	1,016,654.00	3,385,457.82	3,385,457.82	Exitosa
	Farragut Holdings Inc.	Inversiones Pacasmayo S.A.	17-ene-08	13-feb-08	27	Acciones comunes serie B	0.87971224	.-	55,661,238.00	48,965,872.36	48,965,872.36	Exitosa
	Farragut Holdings Inc.	Inversiones Pacasmayo S.A.	17-ene-08	13-feb-08	27	Acciones comunes serie A	0.87971224	.-	987.00	868.28	868.28	Exitosa
	Fundación BBVA para las Microfinanzas	Caja Rural de Ahorro y Crédito del Sur S.A.A.	17-ene-08	13-feb-08	27	Acciones comunes	.-	141.41	94,857.00	13,413,728.37	4,622,235.83	Exitosa

Fuente: CONASEV-Dirección de Emisores

Anexo N° 4: Detalle de los procedimientos de OPA efectuadas durante el Periodo 2009

Año	Ofertante	Sociedad Objetivo	Fecha de inicio	Fecha de término	Duración	Valores Negociados	Contraprestación (US\$)	Contraprestación (\$/)	Aceptaciones	Monto	Monto (US\$)	Resultado
2009	Minera Milpo S.A.A.	Compañía Minera Atacocha S.A.A.	10-ago-09	4-sep-09	25	Acciones comunes clase A	.-	1.492	378.00	563.98	192.09	Exitosa

Fuente: CONASEV-Dirección de Emisores

Anexo N° 5: Detalle de los procedimientos de OPA efectuadas durante el Periodo 2010

Año	Ofertante	Sociedad Objetivo	Fecha de inicio	Fecha de término	Duración	Valores Negociados	Contraprestación (US\$)	Contraprestación (\$/)	Aceptaciones	Monto	Monto (US\$)	Resultado
2010	Corporación Azucarera del Perú S.A.	Empresa Agrícola Sintuco S.A.	16-dic-10	12-ene-11	27	Acciones Comunes	.-	10.61	0.00	0.00	0.00	Desierta
	Generalima S.A.C.	Empresa Eléctrica de Piura S.A.	16-nov-10	14-dic-10	28	Acciones Comunes	.-	4.08	27,001,321.00	110,165,389.68	39,051,892.83	Exitosa
	Río Pativilca S.A.	Empesa Agraria Azucarera Andahuasi S.A.A.	26/10/2009 15/10/2010	20-nov-09 15-oct-10		Acciones Comunes	.-	1.57	13,224,339.00	20,762,212.23	7,430,999.37	Exitosa
	Grupo Arias y otros (***)	Compañía Minera Poderosa S.A.	22/04/2010 19/11/2010	05-may-10 02-dic-10		Acciones Comunes	.-	2.38	0.00	0.00	0.00	Desierta
	JH Holdings S.A.	Profuturo AFP S.A.	9-jul-10	9-ago-10	31	Acciones Comunes	.-	20.94	87,508.00	1,832,417.52	653,967.71	Exitosa
	Votarantim Metais Cajamarquilla S.A.	Compañía Minera Milpo S.A.A.	1-jul-10	30-jul-10	29	Acciones Comunes	.-	7.26	163,000,000.00	1,183,380,000.00	419,043,909.35	Exitosa
	Coazúcar S.A.	Agroindustrias San Jacinto S.A.A.	23-feb-10	22-mar-10	27	Acciones Comunes	.-	4.94	2,847,802.00	14,068,141.88	4,957,061.97	Exitosa

Fuente: CONASEV-Dirección de Emisores

cómo negociar en el mila

Tres países un solo mercado

MILA busca el desarrollo del mercado de capitales de Perú, Chile y Colombia a través de la integración de los mismos, para proporcionar a los inversionistas una mayor oferta de valores y a los emisores mayores fuentes de financiación.



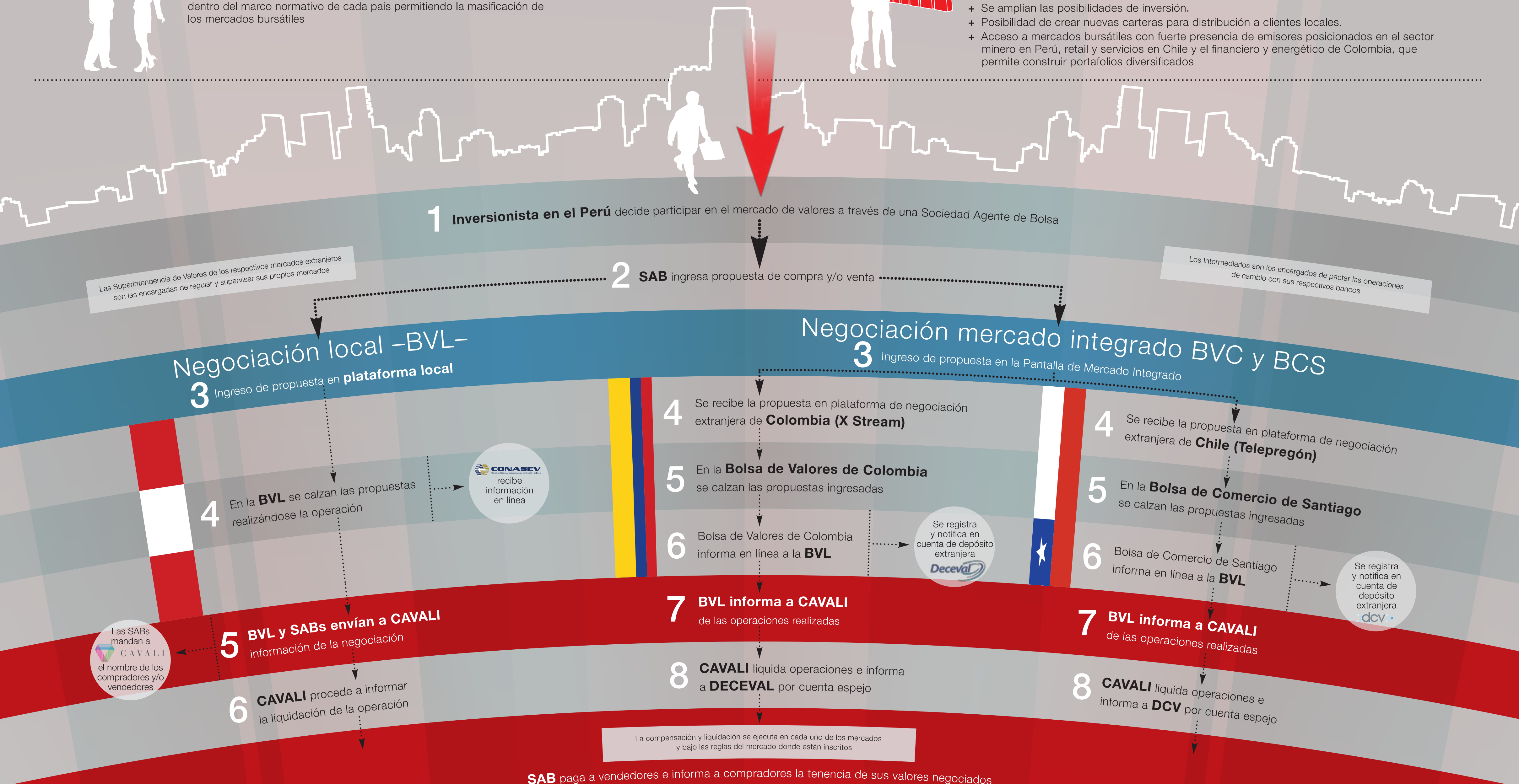
Objetivo de la integración

El mercado integrado ofrecería los valores a todo tipo de inversionistas dentro del marco normativo de cada país permitiendo la masificación de los mercados bursátiles



Beneficios

- + Mayores alternativas de instrumentos financieros.
- + Se amplían las posibilidades de inversión.
- + Posibilidad de crear nuevas carteras para distribución a clientes locales.
- + Acceso a mercados bursátiles con fuerte presencia de emisores posicionados en el sector minero en Perú, retail y servicios en Chile y el financiero y energético de Colombia, que permite construir portafolios diversificados



Artículo 11. Libro de Registro de Incidencias

Cada institución educativa tiene un Libro de Registro de Incidencias sobre violencia y acoso entre estudiantes, a cargo del director, en el que se anotan todos los hechos sobre violencia, acoso entre estudiantes, el trámite seguido en cada caso, el resultado de la investigación y la sanción aplicada, cuando corresponda.

Artículo 12. Medidas de asistencia y protección

Los estudiantes víctimas de violencia o de acoso reiterado o sistemático y el agresor deben recibir la asistencia especializada.

Artículo 13. Entrega de boletín informativo

Toda institución educativa debe entregar al inicio del año escolar a cada estudiante y padre de familia un boletín informativo que difunda las normas y principios de sana convivencia y disciplina escolar, la proscripción de todo tipo de violencia física y psicológica y de toda forma de hostigamiento y de acoso entre alumnos, cometido por cualquier medio, incluyendo virtuales, telefónicos, electrónicos u otros análogos en la comunidad educativa.

**DISPOSICIONES
COMPLEMENTARIAS FINALES**

PRIMERA. El Ministerio de Educación elabora el reglamento de la presente Ley en el plazo de sesenta días calendario.

SEGUNDA. Deróganse o déjanse sin efecto las disposiciones que se opongan a la presente Ley.

Comuníquese al señor Presidente de la República para su promulgación.

En Lima, a los veintitrés días del mes de junio de dos mil once.

CÉSAR ZUMAETA FLORES
Presidente del Congreso de la República

ALDA LAZO RÍOS DE HORNUNG
Segunda Vicepresidenta del Congreso
de la República

AL SEÑOR PRESIDENTE CONSTITUCIONAL DE
LA REPÚBLICA

POR TANTO:

Mando se publique y cumpla.

Dado en la Casa de Gobierno, en Lima, a los veinticuatro días del mes de junio del año dos mil once.

ALAN GARCÍA PÉREZ
Presidente Constitucional de la República

ROSARIO DEL PILAR FERNÁNDEZ FIGUEROA
Presidenta del Consejo de Ministros
y Ministra de Justicia

658087-3

LEY Nº 29720

EL PRESIDENTE DE LA REPÚBLICA

POR CUANTO:

El Congreso de la República
Ha dado la Ley siguiente:

EL CONGRESO DE LA REPÚBLICA;

Ha dado la Ley siguiente:

**LEY QUE PROMUEVE LAS EMISIONES DE
VALORES MOBILIARIOS Y FORTALECE EL
MERCADO DE CAPITALES****Artículo 1. Aumento de capital por oferta pública**

Tratándose de aumentos de capital por oferta pública primaria se pueden emitir y transferir certificados de

acciones de manera previa a la inscripción registral del aumento de capital correspondiente, siempre que la emisión de las acciones esté sujeta al pago del cien por ciento de su valor nominal. En dicho caso, las acciones pueden transferirse libremente, no resultando aplicables las normas sobre cesión de derechos.

El registrador público tiene por válido el aumento de capital y debe inscribirlo por el mérito de la resolución que emita Conasev, disponiendo la inscripción de los valores en el Registro Público del Mercado de Valores.

No puede declararse la nulidad por simulación, la anulación ni la ineficacia por fraude del aumento de capital cuando pudiera derivar en un perjuicio para quienes hubieran suscrito o adquirido los valores por oferta pública, o que, habiéndolos suscrito o adquirido en virtud de una negociación privada, hubieran obrado de buena fe y pudieran sufrir un perjuicio.

Por tal motivo, no son de aplicación al acto a que se refiere el presente artículo las disposiciones que establecen la nulidad de los actos celebrados por una persona en proceso de reestructuración, liquidación extrajudicial o declarada en quiebra, contenidas en las normas relativas a la reestructuración patrimonial de las empresas en los supuestos señalados en el párrafo anterior.

Artículo 2. Emisión de obligaciones por oferta pública y privada

No es de aplicación el límite establecido en el artículo 305 de la Ley 26887, Ley General de Sociedades, en los casos de emisión de obligaciones por oferta pública primaria y en los casos de ofertas privadas a que se refiere el artículo 5 del Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores.

Artículo 3. Responsabilidad social de los administradores

Adicionalmente a las causales de responsabilidad social establecidas en la Ley 26887, Ley General de Sociedades, los directores y gerentes de los emisores con acciones inscritas en las bolsas de valores son responsables civilmente por los daños y perjuicios que ocasionen a la sociedad las transacciones en las que hubieran participado, que generen un perjuicio económico o de otra índole al emisor, ambos determinados por el juez competente.

No es responsable el director o gerente que hubiera manifestado su disconformidad en el momento del acuerdo o cuando lo conoció, y que dicha oposición conste en acta o carta notarial.

Artículo 4. Pretensión social de responsabilidad

Para los fines de la aplicación del artículo 181 de la Ley 26887, Ley General de Sociedades, tratándose de emisores con acciones inscritas en las bolsas de valores, para poder ejercer directamente la pretensión social de responsabilidad se requiere ser titular de al menos el diez por ciento del capital social de dicho emisor.

En tal caso, no constituye requisito previo para iniciar la pretensión social de responsabilidad la celebración de la junta general de accionistas ni la falta del acuerdo respectivo.

Durante el proceso judicial, los demandantes pueden solicitar al directorio de forma genérica todos los documentos relacionados al acto o decisión que se investiga y el directorio debe proporcionarlos. Dicho pedido se tramita a través del juez competente.

La indemnización por daños y perjuicios a favor de la sociedad incluye la restitución del beneficio obtenido en dicha transacción, sin perjuicio de la responsabilidad penal a que hubiera lugar.

Artículo 5. Publicidad de información financiera de empresas no supervisadas

Las sociedades o entidades distintas a las que se encuentran bajo la supervisión de Conasev, cuyos ingresos anuales por venta de bienes o prestación de servicios o sus activos totales sean iguales o excedan a tres mil unidades impositivas tributarias (UIT), deben presentar a dicha entidad sus estados financieros auditados por sociedades de auditoría habilitadas por un colegio de contadores públicos en el Perú, conforme a las normas internacionales de información financiera y sujetándose a las disposiciones y plazos que determine Conasev. La unidad impositiva tributaria (UIT) de referencia es la vigente el 1 de enero de cada ejercicio.



Los estados financieros presentados son de acceso al público.

En caso de que Conasev detecte que alguna de las sociedades o entidades a que se refiere el presente artículo no cumple con la obligación de presentar los referidos estados financieros anuales, puede, con criterio de razonabilidad y proporcionalidad, imponerle la sanción administrativa de amonestación o multa no menor de una ni mayor de veinticinco unidades impositivas tributarias (UIT).

Artículo 6. Modificaciones al Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores

Modifícanse el artículo 5, el último párrafo del artículo 43, el artículo 44, el inciso c) del artículo 51 e incorpórase un penúltimo párrafo al artículo 51, el artículo 72, el último párrafo del artículo 79, el último párrafo del artículo 87, el artículo 102 adicionándole un segundo párrafo, el artículo 108 adicionándole un segundo párrafo, los artículos 119 y 121, el artículo 130 adicionándole un tercer párrafo, el inciso k) del artículo 132, los artículos 158, 159, 160, 162, 163, 164, 175, el inciso t) del artículo 194, los artículos 223, 291, el inciso e) del artículo 292, el primer párrafo del artículo 301, el inciso a) del artículo 308, el artículo 333 adicionándole un tercer párrafo, el primer párrafo del artículo 335 y el quinto párrafo del artículo 354 del Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores, cuyos textos quedan redactados de la siguiente manera:

"Artículo 5. Oferta privada.- Es privada la oferta de valores mobiliarios no comprendida en el artículo anterior. Sin perjuicio de ello, se consideran ofertas privadas las siguientes:

- a) La oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no pueden ser transferidos a terceros, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores.
- b) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a doscientos cincuenta mil nuevos soles (S/. 250 000,00). En este caso, los valores no pueden ser transferidos por el adquirente original a terceros con valores nominales o precios de colocación inferiores.
- c) Aquellas que establezca Conasev.

Artículo 43. Prohibiciones.- (...)

Las personas que incumplan las prohibiciones establecidas en el presente artículo deben hacer entrega al emisor o fondo, cuando se trate de información relativa a las operaciones de los fondos mutuos, de los fondos de inversión, de los de pensiones o de otros fondos administrados por inversionistas institucionales, de los beneficios que hayan obtenido.

Artículo 44. Devolución de ganancias de corto plazo.- Toda ganancia realizada por directores y gerentes del emisor, así como los directores, gerentes, miembros del comité de inversiones y personas involucradas en el proceso de inversión de las sociedades administradoras, de las sociedades administradoras de fondos de inversión y de administradoras de fondos de pensiones, proveniente de la compra y venta o de la venta y compra, dentro de un período de tres meses, de valores emitidos por el emisor, debe ser entregada íntegramente al emisor o al patrimonio, según corresponda. Lo dispuesto en este párrafo es independiente del uso indebido de información privilegiada.

Mediante disposiciones de carácter general, Conasev puede regular lo dispuesto en el presente artículo, así como los supuestos de excepción a la obligación de devolver la ganancia.

Artículo 51. Obligaciones del emisor.- (...)

- c) Para la celebración de cada acto o contrato que involucre al menos el cinco por ciento de los activos de la sociedad emisora con personas naturales o jurídicas vinculadas a sus directores, gerentes o accionistas que directa o indirectamente representen más del diez por ciento del capital de la sociedad, se requiere la aprobación previa del directorio, sin la participación del director que tenga

vinculación. Para los fines de la determinación del cinco por ciento, deben tenerse en cuenta los últimos estados financieros que correspondan.

En las transacciones en las cuales el accionista de control de la sociedad emisora también ejerza control de la persona jurídica que participa como contraparte en el respectivo acto o contrato sujeto a aprobación previa por el directorio, se requiere adicionalmente la revisión de los términos de dicha transacción por parte de una entidad externa a la sociedad emisora. Se considerará como entidad externa a dicha sociedad a las sociedades auditoras u otras personas jurídicas que mediante disposiciones de carácter general determine Conasev.

La entidad que revise la transacción no debe estar vinculada a las partes involucradas en ella, ni a los directores, gerentes o accionistas titulares de cuando menos el diez por ciento del capital social de dichas personas jurídicas. Se considera, entre otros, que se encuentra vinculada a la sociedad emisora la entidad que hubiese auditado sus estados financieros en los últimos dos años.

Corresponde a Conasev definir los alcances de los términos control y vinculación y regular la participación de la entidad externa a la sociedad y los demás aspectos del presente artículo.

(...)

Artículo 72. Incumplimiento.- En caso de incumplimiento de las normas precedentes, se aplican las siguientes reglas:

- a) Quien adquiera o incremente su participación significativa, sea que se trate de una adquisición directa o indirecta, actuando de manera individual o conjunta, sea que actúen o no de manera concertada sin observar el procedimiento respectivo, queda suspendido por mérito del pronunciamiento de Conasev en el ejercicio de los derechos políticos inherentes a las acciones adquiridas y obligado a su venta en los términos y plazos que determine Conasev mediante norma de carácter general. Mientras dure la suspensión de los valores indicados, los mismos no se computan para el quórum.

Sin perjuicio de lo anterior, Conasev podrá excepcionalmente determinar, adicionalmente, la suspensión de los derechos inherentes a las acciones que tuviese de manera previa a la adquisición o incremento de participación significativa, así como determinar que dicha tenencia previa no se computa para efectos del quórum.

En caso de obtener una ganancia de capital como producto de la venta de las acciones adquiridas, debe entregarla a los accionistas que le transfirieron tales valores. Es nulo todo acuerdo adoptado por los órganos de la sociedad cuando para la adopción de los mismos o para la elección de los miembros de dichos órganos se ha ejercido la representación de los accionistas adquiridos con prescindencia de la obligación de realizar una oferta pública de adquisición, así como todo acto de disposición que se efectúe con tales valores. La nulidad a la que se hace referencia opera de pleno derecho por el mérito de la resolución del órgano competente de Conasev que se pronuncie sobre la infracción de las normas que regulan las ofertas públicas de adquisición.

Conasev puede sustituir, a solicitud de parte y siempre que sea más beneficioso para el mercado, la obligación de venta por la de una OPA dirigida al cien por ciento del capital social. En este caso, la OPA debe formularse por el mayor precio pagado por las acciones adquiridas indebidamente o el que determine una entidad valorizadora de acuerdo con lo que establezca Conasev mediante norma de carácter general, el que resulte mayor, y siempre que cumpla de manera previa con el pago del íntegro de la multa por infringir las normas de OPA.

Asimismo, de existir un diferencial positivo entre el precio de la OPA y el precio al que transfirieron las acciones que se adquirieron de manera indebida, el oferente debe realizar el pago de dicho diferencial.

Lo dispuesto en el presente inciso es de aplicación en lo pertinente a los casos de incumplimiento de la obligación de efectuar una oferta pública de adquisición cuando se trate de supuestos distintos de la adquisición de acciones a que se refiere el primer párrafo.

- b) Conasev no excluye el valor del registro si previamente no se ha efectuado la oferta pública de compra a que se refiere el artículo 69.

La interposición de una acción contencioso-administrativa no impide la ejecución de lo dispuesto por Conasev salvo que, mediante una medida cautelar judicial motivada se disponga lo contrario y siempre que, en tal caso, se hubiera otorgado como contracautela una garantía suficiente en efectivo, póliza de caución o carta fianza bancaria por el equivalente al cincuenta por ciento del monto de la OPA que debió realizarse, de acuerdo con los criterios que Conasev determine mediante norma de carácter general. No es admisible la caución juratoria como contracautela ni ninguna otra distinta a las enunciadas anteriormente.

Artículo 79. Régimen aplicable.- (...)

Asimismo, Conasev puede exceptuar del cumplimiento de las normas contempladas en la presente Ley a aquellas personas que pretendan realizar una oferta pública de valores en el país simultáneamente con una oferta de valores en el exterior, con el fin de adecuarse a los términos y condiciones internacionalmente aceptados en los mercados de valores.

Artículo 87. Representante de los obligacionistas.- (...)

Puede ser designado representante de los obligacionistas cualquier persona natural o jurídica que cumpla con los requisitos establecidos por Conasev mediante norma de carácter general. En cualquier caso, no puede designarse como representante de los obligacionistas al emisor, a la entidad estructuradora ni a las personas con las que estos tengan vinculación, conforme a las normas que apruebe Conasev.

Artículo 102. Obligación de emisión de certificado.- (...)

La emisión de los certificados de suscripción preferente proveniente de valores representados por anotación en cuenta se realiza también bajo el mismo régimen de representación.

Artículo 108. Derechos que conceden.- (...)

En todos los casos, ante la sola orden del titular del certificado, el agente de intermediación puede ejercer el derecho de suscripción preferente ante el emisor, en representación de su titular.

Artículo 119. Director de Rueda.- La rueda de bolsa es conducida por un funcionario de la bolsa, denominado Director de Rueda, quien tiene como principal función vigilar que la negociación en dicho mecanismo centralizado se lleve a cabo de manera ordenada, transparente y de conformidad con los reglamentos específicos sobre operaciones y demás normas aplicables.

Con el fin de desempeñar sus funciones, el Director de Rueda tiene las siguientes facultades:

- Resolver con fallo inapelable las cuestiones que se susciten durante la rueda de bolsa respecto de la validez de las operaciones. Está facultado para anular las operaciones que se efectúen contraviniendo lo dispuesto en la ley y las normas reglamentarias aplicables.
- Imponer las medidas correspondientes de acuerdo con lo que se establezca en los reglamentos internos de las bolsas aprobados por Conasev.
- Suspender la negociación de uno o varios valores o de toda la rueda de bolsa de acuerdo con lo señalado en el reglamento de la materia.
- Suspender a una sociedad agente en mérito a la información que le proporcione la Institución de Compensación y Liquidación de Valores (ICLV) acerca del incumplimiento de aquella en la liquidación de operaciones o reposición de márgenes de garantía, de acuerdo con lo establecido en los reglamentos internos de las bolsas.

- e) Otras que, mediante disposición de carácter general, determine Conasev.

El Director de Rueda debe contar con autonomía e independencia funcional y administrativa, expone y reporta al directorio o consejo directivo de la bolsa respectiva.

Artículo 121. Designación.- Corresponde al directorio o consejo directivo de cada bolsa designar al Director de Rueda y a su suplente, con el voto conforme de la mayoría absoluta de sus miembros.

La bolsa respectiva comunica dicho hecho a Conasev, que puede oponerse a su designación por incumplimiento de los requisitos e impedimentos establecidos en el reglamento de la materia. En caso de fallecimiento, renuncia, remoción, enfermedad, ausencia o imposibilidad de ejercer el cargo, el Director de Rueda titular es reemplazado por el Director de Rueda suplente de manera inmediata. Dicha situación debe ser comunicada a Conasev.

El Director de Rueda titular y su suplente solo pueden ser removidos de su cargo por resolución fundamentada del directorio o consejo directivo de la respectiva bolsa o por decisión de Conasev. La decisión de remoción adoptada por el directorio o consejo directivo de la bolsa debe ser comunicada a Conasev, dicha medida puede ser revocada por el mencionado supervisor. En este último caso, la decisión de Conasev es irrecurrible.

Artículo 130. Definición y finalidad.- (...)

Asimismo, las bolsas, previa autorización de Conasev, pueden facilitar la negociación de productos constituidos por bienes de origen o destino agropecuario, minero, pesquero, industrial y servicios complementarios, títulos representativos de los mismos o contratos relativos a ellos, para lo cual se rigen por las normas correspondientes al mercado de productos, en su integridad, salvo en aquellos aspectos que Conasev determine que no resultan aplicables o compatibles con la presente Ley. Conasev puede exigir que la bolsa cuente con un capital y patrimonio adicional en función de las operaciones y actividades que realizará.

Artículo 132. Funciones.- (...)

- k) Desarrollar y administrar la negociación de productos, títulos representativos de los mismos o contratos relativos a ellos y servicios y operaciones relacionados o complementarios, de conformidad con las normas que rigen el mercado de productos, así como desarrollar y administrar la negociación de instrumentos derivados, sin perjuicio de realizar, directa o indirectamente, las demás actividades afines y compatibles, autorizadas por Conasev.

Artículo 158. Naturaleza y finalidad.- Constitúyese el Administrador del Fondo de Garantía como persona jurídica de derecho privado de naturaleza especial sin fines de lucro, encargado de la administración del Fondo de Garantía, patrimonio autónomo independiente de su administrador.

El Fondo de Garantía así como su administrador se rigen, además de lo dispuesto en la presente Ley, por las normas de carácter general que apruebe Conasev, su estatuto y reglamentos internos. Corresponde a Conasev aprobar los estatutos y reglamentos internos del Administrador del Fondo de Garantía.

El Fondo de Garantía tiene como finalidad exclusiva respaldar bajo los límites y criterios que determine Conasev, mediante norma de carácter general, las obligaciones que mantengan las sociedades agentes frente a sus comitentes en relación únicamente con las operaciones y actividades realizadas dentro y fuera de los mecanismos centralizados que operen en las bolsas, determinadas por decisión administrativa firme, resolución judicial o laudo arbitral con calidad de cosa juzgada. La ejecución del Fondo de Garantía solo puede ser suspendida por mandato judicial expreso.

En los casos de ejecución del Fondo de Garantía, se restituye únicamente dinero en efectivo. Asimismo, el Fondo de Garantía cubre el pago del interés legal devengado solo cuando sea dispuesto expresamente por la autoridad judicial, arbitral o administrativa correspondiente.

La cobertura máxima por comitente en cada sociedad agente es establecida por Conasev mediante norma de carácter general. Asimismo, Conasev determina la oportunidad en que dicho fondo es ejecutado y el procedimiento que debe seguirse para tal efecto.



Artículo 159. Miembros del Administrador del Fondo de Garantía.- Todas las sociedades agentes debidamente autorizadas por Conasev son automáticamente miembros del Administrador del Fondo de Garantía.

La sociedad agente que ingrese al Administrador del Fondo de Garantía con posterioridad a su creación debe efectuar aportaciones durante veinticuatro meses para que sus operaciones se encuentren respaldadas, salvo que dicha sociedad aporte la cuota de ingreso que Conasev determine mediante norma de carácter general.

Artículo 160. Administrador del Fondo de Garantía.- El Administrador del Fondo de Garantía cuenta con un consejo directivo y una secretaria técnica con las funciones y atribuciones que establezca su estatuto. El estatuto y reglamento interno del Administrador del Fondo de Garantía, así como sus modificaciones, se sujetan a las disposiciones emitidas por Conasev. La Superintendencia Nacional de los Registros Públicos (Sunarp) debe inscribir al Administrador del Fondo de Garantía en el Registro de Personas Jurídicas por el solo mérito de lo dispuesto en la presente Ley.

El Consejo Directivo del Administrador del Fondo de Garantía está integrado por:

1. Dos representantes de Conasev, designados por su titular, uno de los cuales lo preside quienes podrán ser funcionarios de dicha entidad.
2. Dos representantes de las sociedades agentes de bolsa.

Los miembros del consejo directivo ejercen el cargo por un período de tres años, renovables. Su retribución corre exclusivamente por cuenta de las entidades que los nombran. El consejo directivo sesiona cuando menos una vez al mes y adopta sus acuerdos con el voto de la mayoría de los asistentes a la sesión. En caso de empate, el presidente tiene voto dirimente.

La contabilidad del fondo de garantía debe llevarse de manera separada de la contabilidad de su administrador.

Artículo 162. Recursos del Fondo de Garantía.- Son recursos del fondo de garantía los siguientes:

1. Los aportes y penalidades que abonan las sociedades agentes de acuerdo con los criterios que apruebe Conasev mediante norma de carácter general. La tasa por tales aportes puede diferenciarse en función a los criterios que se determine mediante norma de carácter general.
2. Las reposiciones a cargo de la sociedad agente por ejecución del fondo de garantía.
3. Las rentas derivadas de las inversiones que se efectúan con sus propios recursos.
4. Los demás recursos que obtenga con aprobación del consejo directivo, previa comunicación a Conasev.

Los recursos del Fondo de Garantía son intangibles, no pueden ser objeto de ninguna medida judicial o gravamen y están destinados a cubrir el pago de las reposiciones de dinero que se efectúen con cargo al mismo, así como todos los gastos que genere su administración de acuerdo con la norma que apruebe Conasev, la que además establece el monto máximo que puede destinarse para dicha administración. El Fondo de Garantía no es sujeto pasivo de tributo alguno creado o por crearse.

En ningún caso, los recursos del Fondo de Garantía forman parte del patrimonio en liquidación del Administrador del Fondo de Garantía. En caso de disolución y liquidación del administrador, el destino del Fondo de Garantía es determinado por Conasev aplicando dichos recursos a la protección de los inversionistas en el mercado de valores.

Artículo 163. Reposición por ejecución del Fondo de Garantía.- Las sociedades agentes deben reintegrar al Fondo de Garantía las sumas que este hubiese pagado a sus comitentes, así como los intereses y las penalidades que establezca Conasev. Constituye causal de suspensión de las operaciones de la sociedad agente, el incumplimiento en la aportación o reposición al Fondo de Garantía de acuerdo con las normas de carácter general que apruebe Conasev.

Artículo 164. Inversión de recursos.- Los recursos del Fondo de Garantía pueden invertirse en depósitos en instituciones financieras, valores mobiliarios e instrumentos financieros en la forma que determine Conasev mediante norma de carácter general. La inversión de los recursos del fondo se lleva a cabo bajo los principios de seguridad, liquidez, rentabilidad y diversificación.

Artículo 175. Órdenes.- Las órdenes son instrucciones impartidas a los agentes de intermediación, por medio de las cuales sus comitentes manifiestan sus decisiones relativas a la negociación de valores o instrumentos financieros y demás servicios que les pueden brindar.

A través de las órdenes, los comitentes otorgan mandato a su agente de intermediación para realizar las operaciones enunciadas en los artículos 194 y 207, así como para la recepción de beneficios, suscripción de acciones o cualquier otra actividad relativa a valores o instrumentos financieros, previa autorización de Conasev conforme a los incisos t) e i) de dichos artículos, respectivamente.

Las órdenes facultan a los agentes de intermediación para ejercer el mandato que contienen. Tratándose de la suscripción de acciones, recepción de beneficios u otras similares, los agentes de intermediación quedan autorizados por el mandato de su comitente a actuar por cuenta de este sin que sea necesaria la exigencia de ningún requisito o condición adicional, salvo aquellas que el propio comitente determine.

De conformidad con los párrafos precedentes, los agentes de intermediación están obligados a lo siguiente:

- a) Recabar órdenes de sus comitentes escritas o telefónicas siempre que estas últimas sean grabadas, sin perjuicio de otras modalidades susceptibles de verificación posterior que mediante disposiciones de carácter general establezca Conasev.
- b) Implementar sistemas que permitan la grabación de las órdenes cuando se realicen vía telefónica para que estas sean registradas desde el momento en que son recibidas. Para tal efecto, deben contar con un sistema de grabación de órdenes vía telefónica que se reciban por ese medio, así como con un sistema de registro y archivo de las mismas de conformidad con las normas de carácter general que dicte Conasev. Tales grabaciones, así como el referido registro, deben mantenerse por cinco años y ponerse a disposición de Conasev de la forma que esta establezca mediante norma de carácter general. Desde el momento en que el comitente imparte la orden por vía telefónica se da por entendido que este ha sido informado previamente de las condiciones de registro de las órdenes impartidas a través de este medio, así como de la aceptación de la grabación correspondiente.
- c) Utilizar únicamente sistemas, así como medios de recepción y registro de órdenes autorizados por Conasev.

Asimismo, los agentes de intermediación deben poner a disposición de sus comitentes la póliza que acredite las operaciones realizadas por cuenta de ellos.

Artículo 194. Operaciones.- (...)

- t) Efectuar todas las demás operaciones y servicios que sean compatibles con la actividad de intermediación en el mercado de valores y mercado de productos, siempre que Conasev los autorice previamente.

Artículo 223. Definición.- Las instituciones de compensación y liquidación de valores son sociedades anónimas que tienen por objeto principal el registro, custodia, compensación y liquidación de valores e instrumentos derivados autorizados por Conasev; así como instrumentos de emisión no masiva y productos, entendidos estos últimos de acuerdo con la Ley 26361, Ley sobre Bolsa de Productos.

Artículo 291. Concepto.- Titulización es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuya finalidad es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos

al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores.

De manera adicional al cumplimiento de su finalidad, el patrimonio fideicometido puede respaldar otras obligaciones contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales, de acuerdo con los límites y condiciones que determine Conasev mediante norma de carácter general.

Artículo 292. Términos.- (...)

- e) Patrimonio de propósito exclusivo: El que sirve de respaldo al pago de los derechos incorporados en valores mobiliarios emitidos en un proceso de titulización y demás obligaciones a que se refiere el artículo 291.

Artículo 301. Fideicomiso de titulización.- En el fideicomiso de titulización, una persona denominada fideicomitente se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos en favor del fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y que respalda los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario y las demás obligaciones que asuma conforme a lo previsto en el artículo 291. Únicamente las sociedades titulizadoras a que se refiere el artículo siguiente, salvo los supuestos de excepción que establezca Conasev mediante disposiciones de carácter general, pueden ejercer las funciones propias del fiduciario en los fideicomisos de titulización.

Artículo 308. Acto constitutivo del fideicomiso.- (...)

- a) La finalidad para la cual se constituye el fideicomiso.

Artículo 333. Normas aplicables a la oferta pública de valores.- (...)

Únicamente pueden emitirse valores de oferta privada respaldados en fideicomiso de titulización en los casos previstos en el inciso a) del artículo 5.

Artículo 335. Subordinación de la prestación debida.- En relación con los valores respaldados por un patrimonio de propósito exclusivo, es posible subordinar el pago de la prestación debida a sus titulares al previo pago de otra obligación presente o futura respaldada por el mismo patrimonio de propósito exclusivo. Mediante normas de alcance general, Conasev establece límites y condiciones para la mencionada subordinación.

Artículo 354. Empresas proveedoras de precios.- (...)

Conasev, mediante normas de carácter general, establece las exigencias mínimas de capital, requisitos de organización y funcionamiento, el contenido mínimo del código de conducta, las limitaciones y prohibiciones para adquirir, enajenar o poseer valores mobiliarios por parte de las empresas proveedoras de precios y sus integrantes, las excepciones a la obligación de valorizar determinados valores, instrumentos u operaciones financieros por las empresas proveedoras o de contratar sus servicios, y demás normas a las que deben sujetarse las empresas proveedoras de precios y sus integrantes."

Artículo 7. Incorporación de normas al Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores

Incorpóranse al Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores, el artículo 52-A y el inciso u) al artículo 194, de acuerdo con los siguientes textos:

"Artículo 52-A. Resolución de la adjudicación.- En las ofertas públicas de valores mobiliarios, puede quedar sin efecto la adjudicación de dichos valores en los supuestos sobrevinientes de desastres naturales devastadores o ataques terroristas, siempre que afecten sustancialmente la oferta y que no se haya llevado a cabo la liquidación de los valores materia de la oferta.

Artículo 194. Operaciones.- (...)

- u) Representar a sus clientes, ante su sola orden, para el ejercicio del derecho de suscripción preferente así como para la recepción de beneficios."

**DISPOSICIONES
COMPLEMENTARIAS FINALES**

PRIMERA. Vigencia

La presente Ley entra en vigencia el día siguiente de su publicación en el diario oficial El Peruano con excepción de lo dispuesto en los artículos relativos al Fondo de Garantía y a su administrador, que entran en vigencia ciento ochenta días después de la publicación de la presente Ley.

SEGUNDA. Recursos del Fondo de Garantía

Los recursos con los que cuente el Fondo de Garantía se trasladan a la nueva persona jurídica una vez que esta se haya inscrito en la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos (Sunarp) y se observen las normas de carácter general aprobadas por Conasev.

Las sociedades agentes que, a la fecha de entrada en vigencia de la presente Ley, cuenten con autorización de funcionamiento vigente son miembros de manera automática del Administrador del Fondo de Garantía. No resulta de aplicación a tales sociedades lo dispuesto en el segundo párrafo del artículo 159 del Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores.

TERCERA. Responsabilidad social de las sociedades anónimas abiertas

Toda referencia a los emisores con acciones inscritas en las bolsas de valores contenida en los artículos 3 y 4 de la presente Ley debe entenderse aplicable adicionalmente a todas las sociedades anónimas abiertas.

**DISPOSICIONES COMPLEMENTARIAS
TRANSITORIAS**

PRIMERA. Ejecución del Fondo de Garantía

Los reclamos administrativos, demandas civiles y procedimientos de ejecución contra el Fondo de Garantía iniciados antes de la entrada en vigencia de la presente Ley continúan tramitándose hasta su conclusión de acuerdo con los procedimientos y límites previstos en la regulación vigente al momento de su formulación.

SEGUNDA. Aprobación de la regulación del Fondo de Garantía

Conasev aprueba el reglamento del Fondo de Garantía y su administrador en un plazo máximo de seis meses desde la publicación de la presente Ley.

DISPOSICIÓN COMPLEMENTARIA MODIFICATORIA

ÚNICA. Derogatoria

Deróganse el último párrafo del artículo 354 del Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores, y todas aquellas disposiciones que se opongan a la presente Ley.

Comuníquese al señor Presidente de la República para su promulgación.

En Lima, a los nueve días del mes de junio de dos mil once.

CÉSAR ZUMAETA FLORES
Presidente del Congreso de la República

ALDA LAZO RÍOS DE HORNING
Segunda Vicepresidenta del Congreso
de la República

AL SEÑOR PRESIDENTE CONSTITUCIONAL
DE LA REPÚBLICA

POR TANTO:

Mando se publique y cumpla.

Dado en la Casa de Gobierno, en Lima, a los veinticuatro días del mes de junio del año dos mil once.

ALAN GARCÍA PÉREZ
Presidente Constitucional de la República

ROSARIO DEL PILAR FERNÁNDEZ FIGUEROA
Presidenta del Consejo de Ministros y
Ministra de Justicia



PODER LEGISLATIVO

CONGRESO DE
LA REPUBLICA

LEY Nº 29781

EL PRESIDENTE DE LA REPUBLICA

POR CUANTO:

LA COMISIÓN PERMANENTE DEL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA;
Ha dado la Ley siguiente:

LEY QUE MODIFICA LA LEY 26910,
LEY DE CREACIÓN DEL COLEGIO DE
RELACIONADORES INDUSTRIALES
DEL PERÚ

**Artículo único. Modificación de los artículos 1
y 2 de la Ley 26910, Ley de Creación del Colegio de
Relacionadores Industriales del Perú**

Modifícanse los artículos 1 y 2 de la Ley 26910, Ley de
Creación del Colegio de Relacionadores Industriales del
Perú, en los siguientes términos:

“**Artículo 1.** Créase el Colegio de Licenciados en
Relaciones Industriales y Licenciados en Gestión de
Recursos Humanos del Perú como institución autónoma
de derecho público interno.

Artículo 2. Para ser miembro del Colegio de Licenciados
en Relaciones Industriales y Licenciados en Gestión de
Recursos Humanos del Perú se requiere haber obtenido
el título profesional de licenciado en relaciones industriales
o de licenciado en gestión de recursos humanos, ambos
a nombre de la Nación, otorgado por las universidades
del país o revalidado conforme a la ley si el título ha sido
otorgado por universidad extranjera. La colegiación es
obligatoria.”

DISPOSICIÓN
COMPLEMENTARIA MODIFICATORIA

ÚNICA. Deróganse las normas que se opongan a la
presente Ley.

Comuníquese al señor Presidente de la República para
su promulgación.

En Lima, a los veintiséis días del mes de julio de dos
mil once.

CÉSAR ZUMAETA FLORES
Presidente del Congreso de la República

ALEJANDRO AGUINAGA RECUENCO
Primer Vicepresidente del Congreso de la República

AL SEÑOR PRESIDENTE CONSTITUCIONAL
DE LA REPÚBLICA

POR TANTO:

Mando se publique y cumpla.

Dado en la Casa de Gobierno, en Lima, a los veintisiete
días del mes de julio del año dos mil once

ALAN GARCÍA PÉREZ
Presidente Constitucional de la República

ROSARIO DEL PILAR FERNÁNDEZ FIGUEROA
Presidenta del Consejo de Ministros y
Ministra de Justicia

671570-1

LEY Nº 29782

EL PRESIDENTE DE LA REPÚBLICA

POR CUANTO:

La Comisión Permanente del
Congreso de la República;
Ha dado la Ley siguiente:

LA COMISIÓN PERMANENTE DEL
CONGRESO DE LA REPÚBLICA;

Ha dado la Ley siguiente:

LEY DE FORTALECIMIENTO DE LA
SUPERVISIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Artículo 1. Cambio de denominación

Sustitúyese la denominación de Comisión Nacional
Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) por la de
Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

Toda referencia a Conasev contenida en el Decreto
Ley 21907, A las Empresas Administradoras de Fondos
Colectivos Controlará CNSEV; en el Decreto Ley 26126,
Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de la
Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores;
en el Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores;
en el Decreto Legislativo 862, Ley de Fondos de Inversión
y sus Sociedades Administradoras; en la Ley 26361,
Ley sobre Bolsa de Productos; y en las demás normas
legales o reglamentarias, debe entenderse hecha a la
Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

Asimismo, toda referencia en las normas antes citadas
al Directorio de la Conasev debe entenderse hecha al
Superintendente del Mercado de Valores. El Directorio
de la SMV mantiene únicamente las atribuciones a que
se refiere el artículo 5 del Texto Único Concordado de la
Ley Orgánica de la Comisión Nacional Supervisora de
Empresas y Valores, aprobado por Decreto Ley 26126.

**Artículo 2. Modificaciones al Texto Único
Concordado de la Ley Orgánica de la Comisión
Nacional Supervisora de Empresas y Valores, aprobado
por Decreto Ley 26126**

Sustitúyense los artículos 1, 2, 3, 4, 5, 6, 8, 9 y 10, los
literales a) y e) y el penúltimo párrafo del artículo 18 del
Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de la Comisión
Nacional Supervisora de Empresas y Valores, aprobado
por Decreto Ley 26126, por los siguientes textos:

**“Artículo 1. Definición, finalidad y funciones de la
Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)**

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)
es un organismo técnico especializado adscrito al
Ministerio de Economía y Finanzas que tiene por
finalidad velar por la protección de los inversionistas,
la eficiencia y transparencia de los mercados bajo
su supervisión, la correcta formación de precios y la
difusión de toda la información necesaria para tales
propósitos, a través de la regulación, supervisión y
promoción. Tiene personería jurídica de derecho público
interno y goza de autonomía funcional, administrativa,
económica, técnica y presupuestal, constituyendo
un pliego presupuestario. Rige su funcionamiento de
acuerdo a las disposiciones que contiene la presente
Ley y su reglamento de organización y funciones.
Son funciones de la Superintendencia del Mercado de
Valores (SMV) las siguientes:

- Dictar las normas legales que regulen materias
del mercado de valores, mercado de productos y
sistema de fondos colectivos.
- Supervisar el cumplimiento de la legislación del
mercado de valores, mercado de productos y
sistemas de fondos colectivos por parte de las
personas naturales y jurídicas que participan en
dichos mercados.
Las personas naturales o jurídicas sujetas a la
supervisión de la Superintendencia de Banca,
Seguros y Administradoras Privadas de Fondos
de Pensiones (SBS) lo están también a la
Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)
en los aspectos que signifiquen una participación

- en el mercado de valores bajo la supervisión de esta última.
- c. Promover y estudiar el mercado de valores, el mercado de productos y el sistema de fondos colectivos.

Asimismo, corresponde a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) supervisar el cumplimiento de las normas internacionales de auditoría por parte de las sociedades auditoras habilitadas por un colegio de contadores públicos del Perú y contratadas por las personas naturales o jurídicas sometidas a la supervisión de la SMV en cumplimiento de las normas bajo su competencia, para lo cual puede impartir disposiciones de carácter general concordantes con las referidas normas internacionales de auditoría y requerirles cualquier información o documentación para verificar tal cumplimiento.-

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) tiene por domicilio legal la ciudad de Lima y puede establecer oficinas en cualquier otro lugar de la República para el mejor cumplimiento de sus fines. El establecimiento de dichas oficinas desconcentradas no altera la determinación de su domicilio real en la ciudad de Lima para los fines de su emplazamiento en procesos judiciales.

Artículo 2. Nombramiento y remoción del Superintendente del Mercado de Valores

La máxima autoridad ejecutiva y titular del pliego presupuestario es el Superintendente del Mercado de Valores, quien preside el Directorio de la institución y ejerce la representación oficial de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). El Superintendente es designado por el Poder Ejecutivo mediante resolución suprema refrendada por el Ministro de Economía y Finanzas.

Ejerce el cargo por un período de seis años, no renovable para el período inmediato. Continuará en el ejercicio del cargo mientras no se designe a su sucesor. El ejercicio del cargo es remunerado y a dedicación exclusiva con excepción de la docencia.

Para ser nombrado Superintendente del Mercado de Valores, se requiere ser ciudadano peruano, gozar de pleno ejercicio de los derechos civiles, contar con reconocida solvencia e idoneidad moral, así como poseer amplia competencia y experiencia en economía, finanzas y mercado de valores.

Si por cualquier causa no completare el período para el que fue nombrado, su reemplazante será designado dentro de los sesenta días posteriores a su cese, quien desempeñará el cargo hasta concluir el período de su antecesor.

La remoción del Superintendente del Mercado de Valores la efectúa el Poder Ejecutivo mediante resolución suprema refrendada por el Ministro de Economía y Finanzas, en los siguientes casos:

1. Cuando, en el ejercicio de sus funciones, haya incurrido en falta grave debidamente comprobada y fundamentada, determinada por el Ministro de Economía y Finanzas.
2. Cuando se dicte contra él mandato firme de detención definitiva.

Constituyen faltas graves del Superintendente del Mercado de Valores las siguientes:

- a. No adoptar las medidas necesarias para sancionar, según corresponda, a quienes sin contar con la autorización correspondiente realicen actividades exclusivas de las personas autorizadas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).
- b. Incurrir en los impedimentos establecidos en los literales del a) al n) del artículo 6 y las prohibiciones establecidas en el artículo 8.
- c. No sancionar a las personas naturales o jurídicas que infrinjan las normas bajo competencia de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) cuando cuente con la información debidamente comprobada que demuestre fehacientemente la infracción cometida.

Artículo 3. Atribuciones del Superintendente del Mercado de Valores

Son atribuciones o facultades del Superintendente del Mercado de Valores las siguientes:

1. Otorgar las respectivas autorizaciones de organización y funcionamiento a las personas jurídicas sujetas a su supervisión.
2. Autorizar el funcionamiento de mecanismos centralizados de negociación.
3. Llevar el Registro Público del Mercado de Valores y otros necesarios para el cumplimiento de sus funciones.
4. Ejercer supervisión consolidada de las personas jurídicas a las que otorgue autorización de funcionamiento y las empresas controladas por dicha persona autorizada. Esta disposición no alcanza a las empresas cuya supervisión consolidada corresponda a la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones, de acuerdo con la Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, y demás normas complementarias.
5. Requerir a las personas jurídicas que haya autorizado, información acerca de las ofertas privadas que ellos realicen o aquellas que realicen por cuenta de los patrimonios bajo su administración.
6. Citar e interrogar a toda persona que pueda contribuir al éxito de las investigaciones que lleve a cabo la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) u otro organismo supervisor del mercado de valores del extranjero con quien tenga firmado un acuerdo de colaboración interinstitucional. La persona que, sin justificación, no comparece a la citación o se niega a responder al interrogatorio será apremiada mediante la imposición automática de una multa coercitiva de hasta cinco unidades impositivas tributarias (UIT). Dicha multa deberá ser pagada dentro del plazo de cinco días hábiles de notificada, vencido el cual se ordenará su cobranza coactiva. Si el obligado persiste en el incumplimiento, se le impondrá una nueva multa coercitiva duplicando sucesiva e ilimitadamente el monto de la última multa coercitiva impuesta hasta que comparezca o responda al interrogatorio, según sea el caso, y sin perjuicio de denunciarlo ante el Ministerio Público para que este inicie el proceso penal que corresponda. Las multas coercitivas impuestas, al no tener naturaleza sancionatoria, no impiden a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) imponer una sanción al final del procedimiento, de ser el caso.

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) podrá utilizar los medios técnicos y legales para generar un registro completo y fidedigno de las declaraciones, pudiendo para ello grabar las declaraciones o manifestaciones.

7. Disponer investigaciones e inspecciones previa notificación, o sin la misma.

Para el desarrollo de la facultad de inspección referida en el párrafo anterior, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) podrá examinar, por los medios que considere necesarios, libros, cuentas, archivos, documentos, correspondencia y, en general, cualquier otra información que sea necesaria para el cumplimiento de sus funciones. Existe para ello la obligación de la empresa y de su representante de brindar al personal encargado de las inspecciones todas las facilidades que requieran para el cumplimiento de su cometido.

La negativa, resistencia o incumplimiento de los obligados, siempre que se encuentre debidamente acreditado, da lugar a la imposición de cualquiera de las sanciones enunciadas en el Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores.

Igualmente podrá requerir todos los antecedentes que juzgue necesarios para informarse acerca de su situación financiera, recursos, administración o gestión, actuación de sus representantes, grado de seguridad y prudencia con que se realizan las inversiones y, en general, de cualquier otro asunto que, en su opinión, deba esclarecerse.

Se podrá también recibir el testimonio de terceras



- personas y solicitarles la exhibición de libros y documentos, diligencia que se practicará dentro de los límites que establece el artículo 47 del Código de Comercio.
8. Intervenir administrativamente los locales donde se presume la realización de actividades exclusivas de las personas autorizadas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), sin contar con la mencionada autorización y proceder a la clausura de sus oficinas. Para dicho efecto, se contará con las atribuciones a que se refiere el numeral 7.
9. Imponer sanciones a quienes contravengan las normas bajo su competencia.
La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) podrá dictar las medidas cautelares o correctivas de oficio o a petición de parte, así como abstenerse de iniciar un procedimiento sancionador en el caso de infracciones leves si, al momento de detectar la infracción, esta ha sido revertida o subsanada, siempre que se cumplan las condiciones de procedencia establecidas en el correspondiente reglamento y se comunique dicho hecho al administrado, o si hubiesen sido cumplidas las medidas correctivas dictadas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en aplicación del artículo 358 del Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores.
La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) podrá imponer sanciones en instancia única a través del Tribunal Administrativo u órgano que se determine en el reglamento de organización y funciones.
Las indagaciones preliminares previas al inicio del procedimiento sancionador tienen carácter de reservado.
10. Requerir a las personas jurídicas a las que otorgue autorización de funcionamiento un nivel mínimo de capital operativo en función a los riesgos asumidos de conformidad con las disposiciones de carácter general que apruebe. La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) reglamenta los conceptos que integran el capital operativo de dichas empresas, así como los requisitos que deben cumplir los referidos conceptos.
11. Requerir a las personas jurídicas a las que otorgue autorización de funcionamiento montos mayores a las garantías exigidas en el Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores; el Decreto Legislativo 862, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras; la Ley 26361, Ley sobre Bolsa de Productos; y el Decreto Ley 21907, A las Empresas Administradoras de Fondos Colectivos Controlará CNSEV; en función a las operaciones y riesgos que asuman, o la sustitución de estas cuando existan circunstancias que pongan en riesgo su vigencia, eficacia o ejecución, estando la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) facultada a ejecutarlas cuando se verifiquen las causales de ejecución o de no producirse la sustitución de las mismas vencido el plazo otorgado para ello. Dichas garantías son inembargables.
Mediante normas de carácter general, la SMV regula los supuestos donde son exigibles montos mayores de garantías y los conceptos que pueden integrar estas.
12. Autorizar la transferencia de propiedad de acciones emitidas por las personas jurídicas a las que otorga autorización de funcionamiento, así como la adquisición de acciones por aumentos de capital que involucren el ingreso de un nuevo accionista y cualquier acto de gravamen, fideicomiso, convenios de gestión u otro acto jurídico respecto de dichos valores que otorgue a un tercero de manera directa o indirecta la capacidad de gestión o el ejercicio de los derechos de voto en la sociedad autorizada conforme a las normas de carácter general que la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) apruebe. La SMV, mediante normas de carácter general, regulará este artículo pudiendo establecer porcentajes mínimos accionarios a partir de los cuales deberá solicitarse la autorización en referencia, así como los supuestos en los que no se justifique dicha autorización.
13. Imponer multas coercitivas de acuerdo con lo dispuesto por la Ley 27444, Ley del Procedimiento Administrativo General. La multa coercitiva será fijada en cada caso. Al momento de su imposición, se establecerá el plazo del que dispondrá el sancionado para cumplir con el acto cuya ejecución se requiere. Vencido dicho plazo, sin que se haya ejecutado el acto requerido, se impondrá una nueva multa por un importe cinco por ciento mayor que la multa anterior.
14. Suspender de manera automática la autorización de funcionamiento otorgada a las personas jurídicas bajo su supervisión y control, sin que sea necesario el inicio de un procedimiento administrativo sancionador, en los siguientes supuestos: i) Cuando dejen de observar alguno de los requisitos necesarios para su funcionamiento o para operar; ii) Cuando alguno de sus accionistas incurra en impedimento o deje de cumplir los requisitos establecidos por la normativa; iii) Cuando exista incumplimiento de las medidas cautelares o correctivas dispuestas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV); y iv) Cuando exista inobservancia de lo señalado en los numerales 10 y 11. Esta decisión es irrecurrible en la vía administrativa. En caso de subsistir el incumplimiento que origina dicha suspensión, la SMV podrá revocar la autorización de funcionamiento sin que sea necesario el inicio de un procedimiento administrativo sancionador.
15. Celebrar convenios, memorandos de entendimiento y contratos que fueren necesarios con organismos nacionales e internacionales, para el cumplimiento de los fines institucionales de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).
16. Compartir información respecto de sus supervisados con el Banco Central de Reserva del Perú para el uso exclusivo de dicha entidad, en el marco de su respectiva competencia y siempre que medie convenio de colaboración e intercambio de información recíproca. Dicha información no incluye aquella protegida por el deber de reserva de identidad contemplado en el Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores.
17. Compartir información respecto de sus supervisados con otros organismos supervisores del extranjero con los que la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) tenga firmados convenios de cooperación recíproca o memorandos de entendimiento. Dicha información puede incluir aquella protegida por el deber de reserva y también las declaraciones testimoniales que se hubieran tomado en ejercicio de las funciones de la SMV.
18. Contratar, suspender, remover o cesar al personal de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), así como fijar sus remuneraciones, en el marco de las disposiciones legales vigentes.
19. Designar, entre los superintendentes adjuntos, al funcionario que deba sustituirlo por ausencia o impedimento temporal.
20. Programar, formular y proponer al Directorio, para su aprobación, el presupuesto anual de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), así como ejecutarlo en el marco de la normativa vigente.
21. Aprobar, mediante resolución del Superintendente del Mercado de Valores, el cuadro de asignación de personal (CAP), el Texto Único de Procedimientos Administrativos (TUPA) y demás normas internas de la institución, sobre la base de los lineamientos que regulan las normas vigentes de la materia.
22. Proponer el reglamento de organización y funciones a las instancias correspondientes y de acuerdo a los lineamientos que regulan las normas vigentes de la materia.
23. Requerir de las reparticiones públicas y entidades estatales los informes que considere necesarios, así como contratar los servicios de peritos y técnicos.
24. Administrar y recaudar las contribuciones para el sostenimiento de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), así como sus intereses y moras.

25. Aprobar las políticas operativas, los programas y el Plan General de Supervisión e Inspección.
26. Ejercer las atribuciones de ejecución coactiva sobre las personas naturales o jurídicas sujetas a supervisión, conforme a lo previsto en la Ley 26979, Ley de Procedimiento de Ejecución Coactiva.
27. Ejercer las demás facultades y atribuciones que le sean delegadas por el Directorio.
28. Delegar cualquiera de las atribuciones antes establecidas en los funcionarios u órganos que estime conveniente.

Artículo 4. Nombramiento y remoción del Directorio de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)

El Directorio es el órgano de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) encargado de aprobar las políticas y objetivos institucionales, así como la normativa aplicable a los mercados bajo competencia de la SMV. Está compuesto por el Superintendente del Mercado de Valores, quien lo preside, y cuatro directores nombrados por el Poder Ejecutivo mediante resolución suprema refrendada por el Ministro de Economía y Finanzas; uno a propuesta del Ministerio de Economía y Finanzas, uno a propuesta del Banco Central de Reserva del Perú y uno a propuesta de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS). Además, integra el Directorio de la SMV un director independiente, quien no debe tener conflictos de interés ni encontrarse vinculado en el ejercicio de su profesión con las materias bajo la competencia de la SMV. La SMV emitirá las disposiciones reglamentarias para el nombramiento del director independiente. Los miembros del Directorio no representan los intereses de la entidad de la cual provienen ni interés particular alguno.

Para ser nombrado director se requiere ser ciudadano peruano, gozar del pleno ejercicio de los derechos civiles, contar con reconocida solvencia e idoneidad moral, así como poseer conocimiento y experiencia en economía, finanzas y mercado de valores.

Los directores ejercen el cargo por un período de seis años, no renovable para el período inmediato, y percibirán dieta. El director que concluya su período puede continuar en el ejercicio del cargo mientras no se designe a su sucesor. Si por cualquier causa no completare el período para el que fue nombrado, su reemplazante será designado dentro de los sesenta días posteriores a su cese, quien desempeñará el cargo hasta concluir el período de su antecesor.

La remoción de un miembro del Directorio la efectúa el Poder Ejecutivo mediante resolución suprema refrendada por el Ministro de Economía y Finanzas en los siguientes casos:

1. Cuando en el ejercicio de sus funciones haya incurrido en falta grave, debidamente comprobada y fundamentada, determinada por el Ministro de Economía y Finanzas.
2. Cuando se dicte contra él mandato firme de detención definitiva.

Constituye falta grave del director incurrir en los impedimentos y prohibiciones establecidos en los artículos 6 y 8.

El quórum para las sesiones del Directorio de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) es de tres miembros. Los acuerdos se adoptan por mayoría absoluta de los asistentes.

Artículo 5. Atribuciones del Directorio de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)

Son atribuciones del Directorio de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) las siguientes:

- a) Aprobar las políticas y objetivos institucionales.
- b) Aprobar la normativa del mercado de valores, mercado de productos y sistema de fondos colectivos, así como aquellas a que deben sujetarse las personas naturales y jurídicas sometidas a la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Asimismo, interpretar, en la vía administrativa, ciñéndose a las disposiciones del

derecho común y a los principios generales del derecho, los alcances de las normas legales que rigen a las personas naturales y jurídicas bajo su supervisión.

- c) Dictar las normas para la elaboración y presentación de estados financieros individuales y consolidados y cualquier otra información complementaria, cuidando que reflejen razonablemente la situación financiera, los resultados de las operaciones y los flujos de efectivo de las empresas y entidades comprendidas dentro del ámbito de su supervisión, de acuerdo con las normas internacionales de información financiera (NIIF), así como controlar su cumplimiento. Esta norma no alcanza a las entidades que participan en el mercado de valores y que se encuentran bajo la competencia de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS).
- d) Tipificar las conductas infractoras de quienes participan en el mercado de valores, mercado de productos, sistemas de fondos colectivos y demás materias bajo su competencia, observando lo dispuesto en los artículos 343, 349, 350 y 351 del Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores.
- e) Proponer, a través del Ministerio de Economía y Finanzas, los proyectos de ley sobre materias de su competencia institucional.
- f) Establecer los derechos y contribuciones para el sostenimiento de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), de conformidad con lo dispuesto en el artículo 18, así como la forma, lugar y plazo para el cumplimiento de dichas obligaciones.
- g) Aprobar el presupuesto anual de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), sus ampliaciones y modificaciones, así como controlar dicho presupuesto.
- h) Aprobar los estados financieros y la memoria anual de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).
- i) Decidir la apertura de dependencias de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), conforme a lo establecido en el artículo 1.
- j) Fijar el procedimiento a observarse en sus sesiones.

Artículo 6. Impedimentos para nombramiento de Superintendente o Director de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)

Constituyen impedimentos para ser nombrado Superintendente o Director de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) los siguientes:

- a) Ser incapaz conforme al Código Civil.
- b) Tener directa o indirectamente participación en el capital social de las empresas que requieran autorización de funcionamiento de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), o tener directa o indirectamente una participación patrimonial mayor al cinco por ciento del capital social de la emisora de valores de oferta pública o de cualquier otra entidad sujeta a la supervisión de la SMV distintas a las que la SMV otorga autorización de funcionamiento.
- c) Ser director, funcionario, asesor o trabajador de las entidades sujetas a la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), incluidos los emisores de valores de oferta pública primaria y secundaria.
- d) Ser representante o haber representado en el período de un año anterior a su designación a quienes tengan procedimiento administrativo o judicial interpuesto contra la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).
- e) Ser representante o haber representado en el período de un año anterior a su designación a personas naturales o jurídicas respecto de las cuales se hubiera iniciado un proceso sancionador en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en los últimos cinco años.
- f) Haber sido declarado en insolvencia por el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi), en tanto dure esta situación.



- g) Haber sido declarado en quiebra, aunque se hubiese sobrepasado el respectivo procedimiento.
- h) Encontrarse en un proceso de investigación penal en el que se haya emitido acusación fiscal contra él.
- i) Haber sido condenado por la comisión de delitos dolosos, aun cuando hubieren sido rehabilitados.
- j) Tener procesos judiciales por deudas con entidades financieras o demás entidades bajo supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).
- k) Tener deudas en cobranza coactiva por un monto mayor al cincuenta por ciento de su patrimonio e ingresos totales anuales.
- l) Encontrarse impedido por las leyes correspondientes.
- m) Haber sido sancionado por falta grave o muy grave por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) o la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) en ejercicio de sus funciones de supervisión.
- n) Haber sido destituido de cargo público o haber sido cesado en él por falta grave o inhabilitado para el ejercicio de la función pública por sentencia judicial o por resolución legislativa del Congreso de la República.

Asimismo, no puede ser designado superintendente o director aquella persona cuyo cónyuge o parientes consanguíneos hasta el segundo grado o afines dentro del primer grado estén incurso en los supuestos enunciados en los literales b) y c).

Anualmente, el superintendente y los directores deben presentar una declaración jurada de no estar incurso en ninguno de los impedimentos señalados en el presente artículo.

Artículo 8. Prohibiciones durante el ejercicio del cargo

Es prohibido al superintendente y los directores, mientras se encuentren en el ejercicio de su cargo, efectuar transacciones con valores mobiliarios o incrementar su tenencia previa de valores, si la tuvieran. Están exceptuadas las acciones liberadas y las acciones que se suscriban en ejercicio del derecho de preferencia establecido en la Ley 26887, Ley General de Sociedades. El superintendente o los directores deben abstenerse de participar en las juntas generales de accionistas de las sociedades en las que posean acciones y se encuentren sometidas a la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

Adicionalmente, el superintendente y los directores también están prohibidos de prestar asesoría en materias de competencia de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

Artículo 9. Vacancia en los cargos de superintendente y directores

El superintendente y los directores vacan en el cargo por grave incapacidad física permanente, fallecimiento o renuncia aceptada ante el Poder Ejecutivo, así como por incurrir en alguno de los impedimentos establecidos en los literales del a) al n) del artículo 6. Adicionalmente, los directores también vacan en su cargo por inasistencia a cuatro sesiones ordinarias consecutivas o a más de la mitad de las celebradas en un semestre, salvo licencia oportunamente concedida.

Producida la vacancia del superintendente y mientras no se designe a su sucesor, las funciones del cargo son ejercidas por el superintendente adjunto con mayor tiempo en el cargo o en su defecto por aquel superintendente adjunto con mayor tiempo de servicio en la institución.

Artículo 10. Declaración de vacancias

Las vacancias son declaradas por el directorio y puestas en conocimiento del Poder Ejecutivo para los fines consiguientes.

Artículo 18. De las contribuciones

(...)

- a) Tratándose de comitentes, la contribución será equivalente al cero coma cinco por ciento del monto efectivamente negociado.

(...)

- e) Tratándose de bolsas de valores, instituciones de compensación y liquidación de valores, empresas clasificadoras de riesgo, sociedades administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, sociedades administradoras de fondos de inversión, sociedades agentes de bolsa, sociedades intermediarias de valores, sociedades tituladoras, bolsas de productos, sociedades corredoras de productos, empresas proveedoras de precios y demás entidades a las que la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) otorgue autorización de funcionamiento, la contribución será equivalente a un monto fijo anual, que corresponderá al menor importe que resulte de comparar el uno coma cinco por ciento de los ingresos brutos anuales que arrojen los estados financieros auditados del ejercicio al que corresponde la contribución, con el monto de las unidades impositivas tributarias (UIT) que, como pago anual, se consignan a continuación: bolsas de valores y bolsas de productos: cuarenta y ocho unidades impositivas tributarias (UIT), equivalentes a cuatro unidades impositivas tributarias (UIT) mensuales; instituciones de compensación y liquidación de valores, sociedades administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, sociedades administradoras de fondos de inversión, sociedades tituladoras y empresas administradoras de fondos colectivos: veinticuatro unidades impositivas tributarias (UIT), equivalentes a dos unidades impositivas tributarias (UIT) mensuales; agentes de intermediación y sociedades corredoras de productos: treinta y seis unidades impositivas tributarias (UIT), equivalentes a tres unidades impositivas tributarias (UIT) mensuales; empresas clasificadoras de riesgo, empresas proveedoras de precios y demás entidades supervisadas por la SMV: tres unidades impositivas tributarias (UIT), equivalentes a cero coma veinticinco unidades impositivas tributarias (UIT) mensuales. La contribución es de periodicidad anual.

El monto de la unidad impositiva tributaria (UIT) a aplicar será la vigente al inicio del año que corresponda a la contribución que se cobre. En caso de entidades que no tengan la obligación de presentar estados financieros auditados al cierre del año, se considerará el uno coma cinco por ciento del monto anualizado del promedio mensual de los ingresos acumulados en el transcurso del ejercicio y el monto de las unidades impositivas tributarias que, como pago mensual, correspondan por el número de meses transcurridos en el año al que corresponda la contribución.

Los sujetos obligados al pago de la contribución podrán abonar, con carácter de pago a cuenta mensual, el monto de las unidades impositivas tributarias que como pago mensual se consignan en el presente literal. En ningún caso, dichos pagos a cuenta mensuales podrán exceder del cero coma ciento veinticinco por ciento del ingreso bruto anual determinados en función a los estados financieros anuales auditados del año anterior.

Tratándose de los pagos a cuenta mensuales correspondientes a los meses de enero, febrero y marzo, dicho límite se determinará en función de los estados financieros anuales auditados del año precedente al anterior. En el caso de aquellas entidades que no cuenten con ingresos en el año anterior o precedente al anterior, según corresponda, dicho límite se determinará en función al monto anualizado del promedio mensual de los ingresos acumulados en el transcurso del ejercicio.

La cuantía mensual aplicable a las contribuciones enunciadas en los literales b), c) y d) es de cero coma cero, cero ochenta y tres por ciento. La base imponible en el caso del literal b) es el total de valores objeto de oferta pública o el monto en circulación.

Las contribuciones a que se refieren los literales a), b), c), d) y e) deberán ser liquidadas y pagadas por los contribuyentes señalados en los incisos respectivos, en la forma, lugar y plazo que

establezca la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), pudiendo esta modificarlas siempre que no se excedan los porcentajes o cuantías establecidos por la presente norma. La referida modificación se podrá efectuar en función del valor, plazos, modalidad de la operación, el riesgo que involucre la operación, la actividad que desarrolle la entidad sujeta a autorización o supervisión por parte de la SMV o cualquier otro criterio relacionado con la regulación prudencial y la supervisión que deba realizar la SMV. (...)"

Artículo 3. Denuncias por actos realizados en el ejercicio de funciones

Cualquier denuncia penal que se formule contra el Superintendente del Mercado de Valores, los demás miembros del Directorio y los Superintendentes Adjuntos de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) por actos realizados en el ejercicio de sus funciones y hasta cinco años después de haber cesado en estas, deberá ser interpuesta directamente ante la Fiscalía de la Nación, quien será el único titular de la acción penal contra aquellos.

Si la Fiscalía de la Nación encuentra fundada la denuncia, la presentará ante la Sala Especializada de la Corte Superior de Lima, la que conocerá la materia en primera instancia. La sentencia podrá ser apelada ante la Corte Suprema de Justicia de la República, que actuará en calidad de instancia revisora y final.

En toda denuncia de carácter penal interpuesta contra el Superintendente del Mercado de Valores, los demás miembros del Directorio, los Superintendentes Adjuntos y demás trabajadores de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) por actos realizados en el ejercicio de sus funciones de regulación y supervisión, la autoridad que conozca dicha denuncia deberá solicitar a la SMV, con anterioridad a cualquier pronunciamiento, un informe técnico en el que se pronuncie respecto del alcance de las funciones de las personas involucradas y su participación en los hechos investigados.

Lo dispuesto en el presente artículo no enerva las atribuciones del Congreso de la República y de la Contraloría General de la República para que ejerzan su función de control y fiscalización respecto de los actos u omisiones de los trabajadores o funcionarios de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

Artículo 4. Responsabilidad civil de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y medidas cautelares contra sus trabajadores o funcionarios

Los supervisados tendrán derecho a ser indemnizados por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) por toda lesión que sufran en sus bienes y derechos, salvo en casos de fuerza mayor, siempre que los trabajadores o funcionarios presuntamente responsables hubieran actuado con dolo o negligencia grave en el ejercicio de su función. En estos casos, la SMV podrá repetir contra los trabajadores o funcionarios responsables del perjuicio en los términos previstos en la Ley 27444, Ley del Procedimiento Administrativo General.

Las medidas cautelares para futura ejecución forzada sobre los bienes del Superintendente del Mercado de Valores, los Directores y los demás trabajadores y funcionarios de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), por actos u omisiones realizados en el ejercicio de sus funciones, únicamente proceden si mediante sentencia consentida o ejecutoriada emitida por juez o corte competente se ha declarado la responsabilidad civil de la SMV por actos u omisiones realizados por el trabajador o funcionario cuyos bienes son objeto de la solicitud de afectación.

Artículo 5. Ejecución y distribución de garantías

La ejecución y distribución de las garantías que respalden las actuaciones de las personas jurídicas que participen en el mercado de valores, mercado de productos y sistemas de fondos colectivos solo podrá ser suspendida por mandato judicial expreso.

Corresponde a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) regular la administración y los supuestos de ejecución de dichas garantías, así como las condiciones bajo las cuales estas serán distribuidas.

Artículo 6. Cooperación entre los supervisores financieros

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) compartirán la información que posean respecto de las personas jurídicas y personas naturales bajo sus respectivas competencias, incluyendo la información protegida por el secreto bancario y reserva de identidad a que se refiere el artículo 45 del Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores.

Si, por cualquier razón, alguna de las mencionadas instituciones no tuviese en su poder todo o parte de la información solicitada, deberá requerirla a las personas naturales o jurídicas bajo su competencia que posean dicha información protegida.

El secreto bancario también será levantado en los casos que medie pedido de algún organismo de control del Mercado de Valores en el marco del Acuerdo Multilateral de Entendimiento, Cooperación e Intercambio de Información de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, en cuyo caso dicho pedido será canalizado por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). La reserva de identidad también será levantada en los casos que medie pedido de algún organismo de control del sistema financiero, bancario o de seguros con funciones similares a la de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) en el marco de acuerdos internacionales, en cuyo caso dicho pedido será canalizado por la SBS.

Los procedimientos de acceso, discrecionalidad, confidencialidad, cooperación e intercambio de información serán establecidos mediante memorando de entendimiento entre la SMV y la SBS.

DISPOSICIONES COMPLEMENTARIAS FINALES

PRIMERA. Vigencia de las normas

La presente Ley entra en vigencia el día siguiente de su publicación en el diario oficial El Peruano.

SEGUNDA. Acciones para el fortalecimiento de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)

A efectos de adecuar la estructura organizativa de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) para ejecutar las acciones requeridas para el fortalecimiento del Mercado de Valores regulado por la presente norma, autorizase al Poder Ejecutivo para que, mediante decreto supremo refrendado por el Ministro de Economía y Finanzas, modifique y apruebe la escala remunerativa y dietas, respectivamente, de la SMV. Asimismo, autorizase a la SMV a contratar personal en el marco de las disposiciones legales vigentes.

Para efectos de lo establecido en el párrafo precedente, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) queda exceptuada de lo establecido en el artículo 6 y en el párrafo 9.1 del artículo 9 de la Ley 29626, Ley de Presupuesto del Sector Público para el Año Fiscal 2011. Igualmente, para la ejecución de las acciones antes señaladas, la SMV queda exceptuada del párrafo 11.1 del artículo 11 de la citada ley.

Asimismo, y en función a criterios de desempeño y otros que fije el superintendente, podrá promover dentro de la misma escala remunerativa al personal de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), quedando exceptuada para ello de las normas citadas anteriormente.

Con el mismo objetivo señalado en el párrafo precedente, en materia de bienes y servicios, los viajes al exterior de sus servidores o funcionarios se aprueban mediante resolución del superintendente. Igualmente, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) queda exonerada del límite establecido en los párrafos 10.4 y 10.5 del artículo 10 de la Ley 29626, Ley de Presupuesto del Sector Público para el Año Fiscal 2011.

La aprobación del primer cuadro de asignación de personal (CAP) de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) estará exceptuada del cumplimiento de lo dispuesto en el literal c) del artículo 11 del Decreto Supremo 043-2004-PCM, Aprueban Lineamientos para la Elaboración y Aprobación del Cuadro para Asignación de Personal (CAP) de las Entidades de la Administración Pública.

Las acciones que se realicen al amparo de la presente disposición se financian con cargo al presupuesto institucional de la SMV.



Los recursos excedentes de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) deberán ser mantenidos en depósitos en entidades del Sistema Financiero Nacional, mediante el mecanismo de colocación de fondos establecido por el Decreto Supremo 040-2001-EF, Establecen Lineamientos para la Inversión de Fondos de Entidades del Sector Público en el Sistema Financiero, o norma que lo sustituya.

TERCERA. Aplicación preferente de la presente norma

La presente norma tiene aplicación preferente sobre otras disposiciones generales que regulen aspectos institucionales u organizativos que pudieran limitar la ejecución o continuidad de las medidas orientadas al fortalecimiento institucional de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

CUARTA. Protección al consumidor

De conformidad con la Ley 29571, Código de Protección y Defensa del Consumidor, y siempre que los comitentes o partícipes ostenten la condición de consumidores finales, el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi) conoce las denuncias de estos contra sus Sociedades Agentes de Bolsa, Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos o Fondos de Inversión y Empresas Administradoras de Fondos Colectivos.

Conforme a lo establecido en el Decreto Legislativo 1044, Decreto Legislativo que Aprueba la Ley de Represión de la Competencia Desleal, el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi) conoce las denuncias respecto de la violación de las normas contenidas en dichos cuerpos legales, incluyendo las disposiciones sobre publicidad que aprueba la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) para las personas naturales o jurídicas bajo su competencia.

En los casos en que sea necesaria la interpretación de las normas bajo competencia de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi) debe solicitar un informe técnico a dicho supervisor.

Las resoluciones finales del Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi) que sancionen la violación de las normas sobre protección al consumidor y publicidad por parte de personas naturales o jurídicas bajo la competencia de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) deben ser informadas a dicho supervisor.

QUINTA. Agotamiento de la vía administrativa e impugnación judicial de pronunciamientos de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)

En los asuntos de competencia de cualquiera de los órganos resolutorios de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), no puede recurrirse al Poder Judicial en tanto no se haya agotado previamente la vía administrativa. Para lo dispuesto en la presente Ley, se entiende que queda agotada la vía administrativa solamente cuando se obtiene la resolución final respectiva.

La competencia territorial, en los casos en que la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), sus funcionarios o servidores públicos o alguno de sus órganos funcionales sean demandados o denunciados, se determina en función al domicilio de la sede institucional.

SEXTA. Facultad de autorizar funciones y prestación de servicios

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) puede autorizar la prestación de servicios en los aspectos que ella determine, que coadyuven al ejercicio de sus funciones a personas naturales o jurídicas de los sectores público y privado, a fin de asegurar el cumplimiento de la presente Ley; el Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores y normas reglamentarias. La autorización antes referida es otorgada mediante resolución del Superintendente de la SMV.

SÉPTIMA. Régimen del silencio administrativo

Es potestad del superintendente la sujeción al silencio administrativo positivo de los procedimientos administrativos de evaluación previa a cargo de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), extraordinariamente

sujetos al silencio administrativo negativo, en aplicación de lo dispuesto por la primera disposición transitoria, complementaria y final de la Ley 29060, Ley del Silencio Administrativo. Asimismo, corresponde al superintendente reclasificar los procedimientos administrativos de evaluación previa a cargo de la SMV como procedimientos de aprobación automática.

DISPOSICIONES COMPLEMENTARIAS TRANSITORIAS

PRIMERA. Máxima autoridad de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y Directorio

En tanto no se designe al Superintendente del Mercado de Valores, el Presidente del Directorio de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) ejerce las funciones y atribuciones del Superintendente del Mercado de Valores y goza de la protección legal establecida en la presente Ley para dicho funcionario. Los miembros del Directorio de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) ejercen las funciones previstas para el Directorio de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) hasta la designación del nuevo Directorio.

Asimismo, mientras no se apruebe el reglamento de organización y funciones de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), los órganos de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) mantienen sus competencias y atribuciones establecidas en el reglamento de organización y funciones, aprobado por Decreto Supremo 038-2007-EF. Asimismo, el personal directivo de la Conasev continúa ejerciendo sus funciones y atribuciones, según su reglamento de organización y funciones, conforme al manual de clasificación de cargos estructurales de la Conasev. El Superintendente de la SMV aprueba las disposiciones para la mejor aplicación de la presente disposición.

SEGUNDA. Procedimientos de solución de controversias en trámite

Los procedimientos de solución de controversias iniciados antes de la entrada en vigencia de la presente norma continúan tramitándose hasta su conclusión bajo las normas legales vigentes al momento de la interposición de la correspondiente reclamación ante la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev).

DISPOSICIONES COMPLEMENTARIAS MODIFICATORIAS

PRIMERA. Modificaciones al Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores

Modifícanse el artículo 342 y el segundo párrafo de la decimotercera disposición final del Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores, cuyos textos quedan redactados de la siguiente manera:

“Artículo 342. Sujetos pasibles de sanción

Son sujetos pasibles de sanción por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) las personas comprendidas en el ámbito de aplicación de esta Ley que incurran en infracciones a las disposiciones de la misma y a las disposiciones de carácter general dictadas por la SMV. La facultad para determinar la existencia de infracciones administrativas con respecto a todas las personas naturales y jurídicas bajo su competencia, prescribe a los cuatro años.

DECIMOCTAVA. Sujeción de normas

(...)

Corresponde a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) otorgar la autorización de organización y funcionamiento de las sociedades agentes, sociedades administradoras, sociedades administradoras de fondos de inversión, así como de las sociedades tituladoras y otras personas jurídicas que sean subsidiarias de empresas sujetas a la supervisión de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) y que requieran autorización de la SMV.

Para el otorgamiento de la autorización de organización, deberá recabarse la opinión de la SBS, la que tiene carácter vinculante.”

SEGUNDA. Modificaciones a la Ley 26887, Ley General de Sociedades

Modifícanse el último párrafo del artículo 262-B y el artículo 262-F de la Ley 26887, Ley General de Sociedades, cuyos textos quedan redactados de la siguiente manera:

“Artículo 262-B. Solicitud de entrega de los títulos representativos de acciones o dividendos (...)

Con la presentación de los documentos a que hubiere lugar, señalados en el presente artículo, la Sociedad entregará las acciones o los dividendos en un plazo máximo de treinta días. Vencido dicho plazo sin que exista un pronunciamiento de la Sociedad, se entenderá denegada la solicitud, quedando expedito el procedimiento de reclamación regulado en el artículo 262-F.

Artículo 262-F. Procedimiento de reclamación

El solicitante al que se le hubiere denegado la entrega de sus acciones o dividendos, de modo expreso o ficto, podrá reclamar este hecho ante la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

El reclamo se presentará ante la Sociedad, en un plazo de quince días hábiles contados a partir de la notificación de la denegación de la Sociedad o de la denegatoria ficta. El expediente será elevado a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), con los documentos necesarios para resolver que obren en poder de la Sociedad, en el término de tres días hábiles. La SMV deberá resolver el reclamo dentro de los noventa días hábiles contados desde que fueron recibidos los documentos remitidos por la Sociedad, sin más trámite que el análisis de los mismos. Dentro de este plazo, la SMV podrá solicitar cualquier documento adicional al interesado y a la Sociedad. Los criterios utilizados por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) al resolver la solicitud deberán ser observados por las sociedades anónimas abiertas en sucesivas peticiones de casos similares.”

TERCERA. Modificación del Texto Único Ordenado de la Ley 27584, Ley que Regula el Proceso Contencioso Administrativo, aprobado por el Decreto Supremo 013-2008-JUS

Modifícase el segundo párrafo e incorpórase un tercer párrafo al artículo 11 del Texto Único Ordenado de la Ley 27584, Ley que Regula el Proceso Contencioso Administrativo, aprobado por el Decreto Supremo 013-2008-JUS, conforme al texto siguiente:

“Artículo 11. Competencia funcional

(...)

Cuando el objeto de la demanda verse sobre actuaciones del Banco Central de Reserva del Perú (BCR), Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), y de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) es competente, en primera instancia, la Sala Especializada en lo Contencioso Administrativo de la Corte Superior respectiva. En este caso, la Sala Civil de la Corte Suprema resuelve en apelación y la Sala Constitucional y Social en casación, si fuera el caso. Es competente para conocer la solicitud de medida cautelar la Sala Especializada en lo Contencioso Administrativo de la Corte Superior.

En los lugares donde no exista juez o Sala Especializada en lo Contencioso Administrativo, es competente el Juez en lo Civil o el Juez Mixto en su caso, o la Sala Civil correspondiente.”

CUARTA. Derogatoria de normas

Deróganse los artículos 7, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17 y 22 del Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, aprobado por Decreto Ley 26126; los artículos 293 y 294 del Decreto Legislativo 755, Aprueban Ley del Mercado de Valores; los artículos 193, 352 y 353 del Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores; los numerales 3 y 4 del artículo 253, los artículos 255, 261, 262-C, 262-D y 262-G de la Ley 26887, Ley General de Sociedades, así como todas las normas que se opongan a la presente Ley.

Comuníquese al señor Presidente de la República para su promulgación.

En Lima, a los veintiséis días del mes de julio de dos mil once.

CÉSAR ZUMAETA FLORES

Presidente del Congreso de la República

ALEJANDRO AGUINAGA RECUENCO

Primer Vicepresidente del
Congreso de la República

AL SEÑOR PRESIDENTE CONSTITUCIONAL DE
LA REPUBLICA

POR TANTO:

Mando se publique y cumpla.

Dado en la Casa de Gobierno, en Lima, a los veintisiete días del mes de julio del año dos mil once.

ALAN GARCÍA PÉREZ

Presidente Constitucional de la República

ROSARIO DEL PILAR FERNÁNDEZ FIGUEROA

Presidenta del Consejo de Ministros
y Ministra de Justicia

671577-1

PODER EJECUTIVO**PRESIDENCIA DEL
CONSEJO DE MINISTROS**

Reconocen al Grupo de Trabajo especializado, en materia de descentralización, constituido en el Gobierno Regional de Ayacucho mediante Res. N° 0667-2011-GRA/PRES

**RESOLUCIÓN DE SECRETARÍA
DE DESCENTRALIZACIÓN
N° 477-2011-PCM/SD**

Miraflores, 25 de julio de 2011

VISTOS:

La Resolución Ejecutiva Regional N° 0667-2011-GRA/PRES, el Memorandum N° 151-2011-GRA/PRES, el Oficio N° 547-2011-PCM/SD y el Informe N° 033-2011-PCM/SD-FNH.

CONSIDERANDO:

Que, de conformidad a lo establecido en el artículo 188° de la Constitución Política del Perú, la descentralización es una forma de organización democrática y constituye una política permanente de Estado, de carácter obligatorio, que tiene como objetivo fundamental el desarrollo integral del país y, que el proceso de descentralización se realiza por etapas, en forma progresiva y ordenada, conforme a criterios que permitan una adecuada asignación de competencias y transferencia de recursos del gobierno nacional hacia los gobiernos regionales y locales;

Que, el proceso de transferencia de funciones, fondos, programas, proyectos, empresas, activos y otros organismos a los gobiernos regionales y locales, se ha venido organizando y ejecutando, desde el año 2003, a través de planes anuales de transferencia, formulados por la Secretaría de Descentralización de la Presidencia del Consejo de Ministros –antes, el Consejo Nacional de Descentralización- y presentados para su aprobación por Decreto Supremo con el voto aprobatorio del Consejo de Ministros, en el marco de lo establecido en los artículos 83 y 84 de la Ley N° 27867, Ley Orgánica de Gobiernos Regionales, los cuales registran diferentes grado de